

**ANA CAROLINA WEBER**

**Dano ao Acionista: Contribuições à Teoria da Responsabilidade  
Societária**

Tese de Doutorado

Orientador: Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo – SP**

**2020**

**ANA CAROLINA WEBER**

**Dano ao Acionista: Contribuições à Teoria da Responsabilidade  
Societária**

Tese 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 Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo - SP**

**2020**

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

---

Weber, Ana Carolina

Dano ao acionista: contribuições à teoria da  
responsabilidade societária ; Ana Carolina Weber ;  
orientador José Alexandre Tavares Guerreiro -- São  
Paulo, 2020.

290

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em  
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,  
Universidade de São Paulo, 2020.

1. Direito Societário. 2. Companhias Abertas. 3.  
Administradores. 4. Patrimônio. 5. Danos Diretos e  
Danos Indiretos. I. Guerreiro, José Alexandre  
Tavares, orient. II. Título.

---

A Gilberto Menezes Amado Filho  
*(in memoriam)*



## AGRADECIMENTOS

O caminho que resultou na elaboração do presente texto iniciou-se em janeiro de 2016 e, ao longo dele, diversas pessoas contribuíram para que fosse possível realizar as reflexões e conclusões que ora apresento.

Em primeiro lugar, agradeço ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro, por aceitar a orientação deste trabalho, por abrir as portas de seu grupo de estudos, pelas conversas, questionamentos, e por concordar a mudança de tema que propus em abril de 2018.

A Nelson Eizirik e a Marcus de Freitas Henriques agradeço pelo exemplo profissional e pelo acolhimento nos momentos em que tive dúvidas, em que precisei me dedicar às aulas, aos textos e aos debates acadêmicos. Ao Dr. Nelson, um obrigada especial pela mesa redonda em sua sala que recebe, de forma tão verdadeira, as diferentes ideias e que nos fornecesse as mais inspiradas respostas.

À minha mãe, por ter me escolhido e por todos os esforços ao longo da minha e de sua vida que me permitiram trilhar esse caminho.

Aos meus avós, Vilma e Renato, sem os quais eu nada seria.

Ao meu pai, pela paixão acadêmica, pelos anos que estivemos juntos e por dizer “minha filha, você não está fazendo coisas demais?”. Obrigada por me ajudar a achar o foco.

Denise, minha madrastra, obrigada pelo apoio, pela leitura e pela compreensão.

Minhas queridas “zetas”, “zetas emprestadas” e “miguxas”: Ju, Naty, Lu, Io, Rita, Lully, Nan, Quel, Xanda e Carol um dos mais essenciais agradecimentos: obrigada pela amizade.

A Naty, Bel e Ju, agradeço os áudios, as perplexidades com o direito societário, a defesa de posições e obrigada por “não serem nada estúpidas”.

Aqueles que abriram suas portas e me receberam em suas casas, tornando ainda mais prazerosas minhas idas a São Paulo: Ju e Flávio, Clara e Luis, Rita e Carol, Vivian e Francisco, Cláudia e Renan, Mari e Mateus. Agradeço também aos pequenos Lucca, Pietro, Helena e Marina – e ao Pepe – por acordarem, tomarem café com a “tia” Ana e tornarem mais leve o percurso.

Aos meus colegas de escritório (atuais e passados), Alexandre, Camila e Carol, agradeço por entenderem minhas “confusões” e minhas “onomatopeias”. Andrea, obrigada

pela leitura tão atenta e pelos registros pertinentes. Raquel, obrigada pelo carinho e pelo apoio. Ruan, agradeço por toda a ajuda e por todos os “açais” e “japas” que me fortaleceram nesse caminho.

Aos estagiários e jovens advogados, Helena, Harife e Carolina pela ajuda nas pesquisas de última hora e na busca por “aquela” referência. Aos jovens, Guilherme, Beatriz, Giulia e João, um especial agradecimento pelo auxílio ao longo dos mais de três anos. Pesquisas, indicações de onde “faltava o ponto” ou onde havia invertido a referência, foram essenciais para a conclusão da Tese.

Aos diversos amigos que a academia me proporcionou: Mari, Fabi, Beá, Berardino, Ana Benetti, Antonio, Breno agradeço pelas trocas, pelos incentivos e pelos cafés (inclusive aqueles preparados em Lyon).

Por fim, a ele que surgiu em minha vida quando estudava para fazer a prova que me permitiu trilhar esse caminho. Axel, obrigada pelo amor, pela paciência, pelo acolhimento e por ser absolutamente compreensivo e incentivador da conclusão deste trabalho.

*“MACTE ANIMO! GENEROSE PUER, SIC ITUR AD ASTRA”*



## RESUMO

WEBER, Ana Carolina. *Dano ao Acionista: Contribuições à Teoria da Responsabilidade Societária*. 2020. 292 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Os reflexos de práticas de corrupção na esfera patrimonial das companhias abertas e de seus acionistas deram margem, nos últimos anos, a questionamentos sobre a caracterização de danos e de sua imputação aos administradores. O aumento do ativismo e da litigância societária fazem com que se tenha que retomar conceitos elementares à teoria da responsabilidade societária. Nesse sentido, analisa-se os elementos caracterizadores da relação entre administradores e companhias abertas, com o intuito de identificar as hipóteses em que o patrimônio pessoal dos administradores pode vir a responder por atos praticados no exercício de seus cargos. Verificado o fundamento para a imputação da obrigação de indenizar aos administradores, examina-se as formas pelas quais a reparação pode ser obtida, estudando-se mecanismos como ação civil pública, o termo de compromisso e as ações judiciais e os procedimentos arbitrais. Por se tratar de responsabilidade patrimonial, examina-se o patrimônio como o objeto do dano, fazendo-se remissão a entendimentos da doutrina de direito civil confrontados com pronunciamentos do direito das sociedades anônimas. Busca-se definir a partir daí a linha divisória entre os danos que podem ser recuperados, de forma direta, pela companhia aberta e aqueles que poderão ser objeto de pleitos reparatórios formulados pelos acionistas em face dos administradores.

**Palavras-chave:** Direito Societário. Companhias Abertas. Administradores. Meios de Recuperação de Danos. Patrimônio. Danos Diretos e Danos Indiretos.

## ABSTRACT

WEBER, Ana Carolina. *Shareholder Damage: Inputs to the Corporate Liability Theory*. 2020. 292 f. Thesis (PhD) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

Effects of corruption practices in the publicly-held corporations and their shareholders' assets have led, in recent years, to questions about the characterization of damages and their attribution to the corporate managers. The rise of activism and corporate litigation obliges one to return to elementary concepts of the corporate liability theory. In this sense, we analyze the elements that characterize the relationship between managers and publicly-held corporations, in order to identify the hypotheses in which managers' personal assets may be held responsible for acts performed in the exercise of their positions. Having verified the grounds for attributing administrators the obligation to indemnify, we examine the ways in which compensation can be obtained by examining mechanisms such as public civil action, the consent decrees and lawsuits and arbitral proceedings. Because it refers to civil liability, the estate is examined as the object of the damage. We refer to the understandings of civil law scholars, confronted with understandings of corporate law scholars. From this, we seek to define the dividing line between the damages that may be directly recovered by the publicly-held corporations and those that may be the object of claims filed by the shareholders before the managers.

**Keywords:** Corporate Law. Publicly-held Corporations. Directors and Officers. Damages. Recoverable methods. Estate. Direct Damages and Indirect Damages.

## RÉSUMÉ

WEBER, Ana Carolina. *Le dommage aux actionnaires: Contribution a Théorie de Responsabilité Sociétaire*. 2020. 292 p. Thèse (PhD) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

Les effets de la corruption dans le domaine patrimoniale des compagnies ouvertes et de leurs actionnaires ont conduit, ces dernières années, à des questions sur la caractérisation des dommages et leur attribution aux membres de l'administration. La montée de l'activisme et du contentieux des entreprises signifie qu'il faut revenir aux concepts de base de la théorie de la responsabilité sociétaire. Dans ce cas, les éléments qui caractérisent la relation entre les dirigeants et les compagnies ouvertes sont analysés, afin d'identifier les hypothèses dans lesquelles le patrimoine personnel des dirigeants peut être affecté pour des actes accomplis dans l'exercice de leurs fonctions. Après avoir vérifié les raisons d'attribution aux dirigeants d'une obligation d'indemnisation, nous examinons les moyens par lesquels une indemnisation peut être obtenue sont étudiés, en examinant des mécanismes tels que l'action civile publique, le terme de l'engagement et les actions en justice, ainsi que les procédures d'arbitrage. Comme il s'agit d'une responsabilité patrimoniale, le patrimoine est examiné comme l'objet du dommage, en faisant référence à des interprétations de la doctrine du droit civil confrontées aux prises de position du droit des sociétés. À partir de cela, la thèse cherche à définir la ligne de démarcation entre les dommages qui peuvent être directement récupérés par la compagnie ouverte et ceux qui peuvent être l'objet de demandes de réparation posées par les actionnaires en face des dirigeants.

**Mots Clés:** Droit de Société. Compagnie Ouvert. Membre du Conseil d'Administration y du Comité Exécutif. Moyens du Récupération. Patrimoine. Dommage Direct y Indirect.



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
<b>1. OS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS E SUA RESPONSABILIDADE .....</b>	<b>25</b>
1.1. PRESSUPOSTOS FÁTICOS.....	25
1.2. AS COMPANHIAS ABERTAS COMO ORIGEM DOS DANOS .....	28
<b>1.2.1. O Regime Jurídico Aplicável às Distintas Espécies de Companhias .....</b>	<b>28</b>
<b>1.2.2. A Companhia Aberta .....</b>	<b>31</b>
<b>1.2.3. As <i>Publicly-Held Corporations</i> e o Objeto da Tese .....</b>	<b>34</b>
1.3. A ATUAÇÃO LESIVA DOS ADMINISTRADORES.....	37
<b>1.3.1. Atribuições dos Administradores Das Companhias Abertas.....</b>	<b>37</b>
<b>1.3.2. Natureza da Relação Entre Companhia e Administradores .....</b>	<b>39</b>
<b>1.3.3. Atos “da” Companhia e Atos “do” Administrador.....</b>	<b>44</b>
1.4. HIPÓTESES LEGAIS DE RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES .....	46
<b>1.4.1. Atuação do Administrador com Culpa ou Dolo .....</b>	<b>48</b>
<b>1.4.2. O Dever de Diligência.....</b>	<b>49</b>
<b>1.4.3. Atuação em Infração à Lei ou ao Estatuto Social.....</b>	<b>56</b>
1.5. O SISTEMA DE RESPONSABILIDADE DA “FRAUD-ON-THE-MARKET”	59
<b>1.5.1. Antecedentes Históricos.....</b>	<b>59</b>
<b>1.5.2. Elementos da Teoria da “Fraud-on-the-market” .....</b>	<b>63</b>
<b>1.5.3. O Regime das Presunções e os Nexos Causais .....</b>	<b>66</b>
<b>1.5.4. Repensando a Teoria da “Fraud-on-the-market” .....</b>	<b>69</b>

<b>1.5.5. Dificuldades para Aplicação da Teoria da “Fraud-on-the-market” no Brasil..</b>	<b>72</b>
1.6. CONCLUSÕES PARCIAIS.....	74
<b>2. MEIOS DE RECUPERAÇÃO DE DANOS CAUSADOS PELOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS .....</b>	<b>77</b>
2.1. AÇÃO CIVIL PÚBLICA DE RESPONSABILIDADE POR DANOS CAUSADOS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....	78
2.1.1. Função Protetiva do Mercado de Capitais .....	78
2.1.2. Reparação de Danos Individuais pela Via Coletiva .....	83
2.1.3. Legitimados para a Propositura da Ação Civil Pública.....	85
2.1.4. Os Atos Danosos e os Legitimados Passivos da Ação Civil Pública .....	89
2.1.5. Os Danos Passíveis de Reparação .....	94
2.1.6. Empecilhos à Eficácia Reparatória.....	95
2.2. RESSARCIMENTO DE DANOS A PARTIR DA CELEBRAÇÃO DE TERMOS DE COMPROMISSO .....	97
2.3. MECANISMOS AUTORREGULATÓRIOS DE REPARAÇÃO DE PREJUÍZOS .....	106
2.3.1. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos.....	107
2.3.2. Imposição de Sanções pelo Descumprimento do Regulamento do Novo Mercado	109
2.4. AÇÃO DE RESPONSABILIDADE CIVIL CONTRA O ADMINISTRADOR	114
2.5. APURAÇÃO DA RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR PELA VIA ARBITRAL .....	126
2.5.1. Importância da Questão.....	126
2.5.2. Produção de Efeitos da Cláusula Compromissória Estatutária em Relação ao Administrador.....	130
2.5.3. Arbitrabilidade das Pretensões Indenizatórias em Face dos Administradores	135
2.6. CONCLUSÕES PARCIAIS.....	139
<b>3. OBJETO DO DANO: O PATRIMÔNIO DA COMPANHIA E DOS ACIONISTAS .....</b>	<b>141</b>

3.1.	ASPECTOS INTRODUTÓRIOS .....	141
3.2.	ORIGEM DA SEPARAÇÃO PATRIMONIAL: A PESSOA JURÍDICA.....	142
<b>3.2.1.</b>	<b>Vontade Autônoma, mas “Dependente” .....</b>	<b>144</b>
<b>3.2.2.</b>	<b>Segregação Patrimonial .....</b>	<b>148</b>
3.3.	O PATRIMÔNIO.....	152
<b>3.3.1.</b>	<b>As Teorias Clássica e Moderna .....</b>	<b>153</b>
<b>3.3.2.</b>	<b>Conceitos Apresentados pela Doutrina Contemporânea.....</b>	<b>158</b>
<b>3.3.3.</b>	<b>Os Ensinamentos de Bulhões Pedreira: O Conceito Jurídico e Financeiro de Patrimônio.....</b>	<b>161</b>
<b>3.3.4.</b>	<b>A Eleição do Conceito Financeiro de Patrimônio.....</b>	<b>166</b>
<b>3.3.5.</b>	<b>Confirmação do Conceito: A Confusão Patrimonial .....</b>	<b>168</b>
3.3.5.1.	<i>A Desconsideração de Personalidade Jurídica .....</i>	169
3.4.	A SOBREPOSIÇÃO ENTRE O PATRIMÔNIO DA COMPANHIA E DO ACIONISTA: A AÇÃO .....	174
<b>3.4.1.</b>	<b>Os Significados de Ação .....</b>	<b>175</b>
<b>3.4.2.</b>	<b>Distinções Quanto ao Status de Acionista .....</b>	<b>180</b>
3.5.	CONCLUSÕES PARCIAIS .....	187
<b>4.</b>	<b>DANOS DIRETOS E OS INDIRETOS QUE PODEM RESULTAR DA ATUAÇÃO DOS ADMINISTRADORES .....</b>	<b>189</b>
4.1.	ASPECTOS INTRODUTÓRIOS .....	189
4.2.	O QUE É DANO?.....	194
4.3.	DANO DIRETO E DANO INDIRETO.....	201
<b>4.3.1.</b>	<b>Fundamentos no Direito Civil .....</b>	<b>201</b>
<b>4.3.2.</b>	<b>O Nexo de Causalidade .....</b>	<b>204</b>
<b>4.3.3.</b>	<b>Definição de Danos Diretos e Indiretos à Luz da Disciplina Societária .....</b>	<b>218</b>
4.3.3.1.	<i>Aspectos Introdutórios .....</i>	218

4.3.3.2. <i>Manifestações da Doutrina</i> .....	220
4.4. CONCLUSÕES PARCIAIS: CONCEITO E JUSTIFICATIVAS PARA IRREPARABILIDADE DO DANO INDIRETO SOFRIDO PELO ACIONISTA.....	236
4.5. VALIDAÇÃO DO CONCEITO .....	242
4.5.1. Recursos Especiais nº 179.008-SP e nº 1.536.949-SP .....	243
4.5.2. Recursos Especiais nº 1.014.496-SC, nº 1.002.055-SC e nº 1.741.678-SP .....	246
4.5.3. Recurso Especial nº 1.214.497-RJ .....	248
4.5.4 Oscilação do Valor de Mercado das Ações .....	251
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>263</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>275</b>

## INTRODUÇÃO

### Antecedentes

A criação de um texto acadêmico envolve aprofundadas pesquisas, a elaboração de uma estrutura expositiva e argumentativa, esforços na fixação lógica e clara do raciocínio que se pretende desenvolver<sup>1</sup>. Antes de todas essas tarefas, no entanto, deve-se determinar a base temática sobre a qual o texto irá versar.

O processo criativo da presente Tese iniciou-se a partir da leitura de textos jornalísticos e de alguns de autoria de estudiosos do direito que analisavam, nos anos de 2016 e 2017, reflexos da conhecida “Operação Lava Jato”. Naquele momento, verificou-se que o conteúdo das referidas manifestações era, em certa medida, incompleto: sustentava-se que os investidores do mercado de capitais deveriam ter amparado o seu direito à reparação de perdas sofridas em decorrência de práticas ilícitas cometidas por companhias abertas brasileiras.

Falava-se em danos aos investidores, perdas imputadas a seus patrimônios, mas não se esclarecia de que forma o dano foi constituído; não se questionava, à luz do ordenamento vigente, se realmente se trataria de hipótese de dano indenizável; não se discutia o fundamento, por exemplo, de um administrador que é a voz, o meio e a forma de manifestação da sociedade anônima, poder ser responsabilizado pessoalmente por atos praticados no exercício do cargo por ele ocupado.

Em essência, assumia-se, muitas vezes, posição de que os acionistas das companhias envolvidas com as práticas de corrupção deveriam ter direito a recuperar as “perdas”, sem sequer questionar se tais “perdas”, de fato, existiram e se faria sentido, à luz da ordem jurídica brasileira, conferir tal direito aos acionistas.

A partir de tais constatações, procedeu-se a uma pesquisa na doutrina nacional e verificou-se que pouco foi escrito a respeito dos danos que podem advir das condutas dos administradores das companhias abertas e dos requisitos necessários para a sua reparação. Além disso, pouco foi estudado, no âmbito do direito societário, sobre o momento em que tais danos, eventualmente, poderiam ser configurados e a forma de recuperação de tais danos e sobre o conceito de patrimônio que os danos podem afetar<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **A Sociedade Unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995, p. 35.

<sup>2</sup> “A propósito, a existência de mecanismos efetivos para tutelar os direitos de acionistas minoritários prejudicados por atos ilícitos praticados por acionistas controladores ou administradores de companhias

Ademais, examinou-se precedentes judiciais, em especial, do Superior Tribunal de Justiça, a fim de verificar como os tribunais brasileiros vem se manifestando sobre a configuração dos danos causados por administradores de sociedades anônimas, tendo sido apurado que, em poucas oportunidades, o Poder Judiciário enfrentou esse tema e, em algumas delas, emitiu entendimento que, a nosso ver, não se mostrou adequado à melhor interpretação da Lei nº 6.404/1976 e da ordem jurídica societária brasileira.

Diante da lacuna doutrinária e das manifestações jurisprudenciais, viu-se a oportunidade de contribuir para o estudo da responsabilidade societária, examinando, predominantemente, os danos causados por administradores no exercício das funções em companhias abertas.

## **O Problema**

Independentemente de qualquer juízo de valor a respeito da condução dos trabalhos desenvolvidos no âmbito da “Operação Lava Jato”, não há como negar que as apurações conduzidas pela Polícia Federal e pelos Ministérios Públicos Federal e Estaduais revelaram complexos esquemas de corrupção instituídos no âmbito de companhias abertas brasileiras que, ao longo de décadas, contribuíram para o desenvolvimento das atividades sociais e para a geração de lucros e distribuição de dividendos a seus acionistas.

A esse respeito, são de conhecimento público os efeitos da “Operação Lava Jato” na esfera penal, verificados na propositura de ações criminais e na condenação de pessoas naturais e jurídicas pela prática de crimes. São também conhecidos os desdobramentos da referida Operação na esfera administrativa, com reexames de procedimentos licitatórios, reversões de concessões e de outras modalidades de exploração de serviços públicos. Ainda na esfera administrativa, mas voltando-se ao mercado de capitais, foram vários os processos

---

abertas, não apenas satisfará seus interesses individuais, como também produzirá externalidades positivas. Isso porque a reparação efetiva pode melhorar o nível de conformidade do mercado com as normas e aumentar a confiança do investidor no mercado de capitais. (...) Até o momento, contudo, não se tem notícia de aprofundados estudos, análises e diagnósticos mapeando os pontos fortes e fracos do panorama atual para subsidiar uma eventual reforma legislativa ou regulatória. Em particular, falta pesquisa acadêmica comparando os prós e os contras da litigância corporativa/do mercado de capitais, por meio do sistema judiciário tradicional e de mecanismos alternativos de resolução de conflitos – especialmente a arbitragem, que, de acordo com a Lei 6.404/1976, pode substituir as ações judiciais para dirimir controvérsias envolvendo a companhia, minoritários e acionistas controladores no Brasil”. “Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro. Relatório Preliminar” do Grupo de Trabalho (GT) para Fortalecimento dos Meios de Tutela Reparatória dos Direitos dos Acionistas, constituído pelo Ministério da Economia e pela CVM. Disponível em: <https://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 22.12.2019.

administrativos sancionadores instaurados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM visando a apurar a conduta irregular de administradores de companhias abertas, de gestores e administradores de fundos de investimentos que aplicaram recursos nas companhias envolvidas com as práticas de corrupção e de pessoas naturais que estiveram envolvidas com práticas ilícitas visando à obtenção de ganhos financeiros no mercado de capitais com as revelações divulgadas pela “Operação Lava Jato”.

Mas, se as práticas de corrupção propiciaram, durante um longo período, expansão dos negócios sociais, com as apurações da “Operação Lava Jato” – e de outras “operações” que dela decorreram – diversas companhias abertas brasileiras tiveram elementos de seus ativos desvalorizados e suas dívidas significativamente aumentadas. Algumas delas, inclusive, se submeteram a processos de reestruturação societária e outras à recuperação judicial.

Os reflexos na esfera patrimonial destas sociedades, na visão de alguns, teriam impactado o valor de negociação das ações de emissão de tais companhias, gerado diminuição significativa de distribuição de lucros e implicado perdas financeiras para seus acionistas.

Com base nisso, viu-se, nos últimos anos, o crescimento da propositura de ações judiciais e do início de procedimentos arbitrais em face de acionistas controladores, da própria companhia – embora, nesse caso, sem previsão expressa na Lei das S.A. – e dos administradores visando a obter indenização pelos prejuízos que, supostamente, teriam sido sofridos.

Com efeito, o cenário que, desde a edição da Lei nº 6.404/1976, foi identificado como o de absentismo dos minoritários tem dado lugar a uma situação em que juízes, árbitros e estudiosos do direito societário têm que revisitar e se manifestar sobre questões atinentes à responsabilidade societária.

A esse respeito, vale mencionar que o maior ativismo societário tem sido liderado por acionistas e pelas próprias companhias abertas, com fundamento não só nos efeitos patrimoniais decorrentes da “Operação Lava Jato”, mas também em eventos relacionados a fraudes contábeis, situações extremas que afetam repentina e negativamente os negócios sociais, dentre outros.

Embora o ativismo tenha sido incrementado, inúmeros questionamentos surgiram. Quais atos dos administradores poderiam ser entendidos como causadores de dano? A companhia deveria responder de forma solidária? As perdas patrimoniais reclamadas nos

procedimentos arbitrais e nos processos judiciais referir-se-iam a danos impostos à companhia ou aos acionistas? Os atos, aos quais se imputam os danos, nas companhias com controlador definido, poderiam ser atribuídos ao acionista controlador? Poderiam os danos, por exemplo, relativos a oscilações do preço de mercado serem recuperados? Em que momento eventual prejuízo do acionista ou da companhia poderia ser configurado?

Essas e diversas outras questões merecem ser examinadas em estudos acadêmicos. No entanto, seria deveras pretencioso pretender que uma única tese os enfrentasse. Diante disso, reconhecendo as limitações inerentes ao texto que se pretende desenvolver, foi necessário efetuar alguns cortes temáticos.

Em primeiro lugar, o objeto do estudo refere-se à conduta dos administradores de sociedades anônimas e dos eventuais danos que daí podem advir. A escolha dos administradores como centro da análise desta Tese deve-se à complexa relação de “apresentação” que se cria entre eles e a companhia, a qual não se verifica, por exemplo, com relação ao acionista controlador.

Além disso, a eleição deste foco temático decorreu do disposto no artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, cuja interpretação a respeito de quais condutas dos administradores podem ser consideradas como “atos regulares de gestão” e quais aquelas que podem ser caracterizadas como dolosas ou culposas ou em infração à lei ou ao estatuto social é ainda obscura.

Ademais, o artigo 159 da Lei das S.A. traz um intrincado questionamento a respeito da legitimidade para a propositura da ação de responsabilidade. A lei indica que a companhia tem legitimidade ordinária para recuperar os danos que os administradores tenham imposto a seu patrimônio, que o acionista terá legitimidade extraordinária se satisfeitos os requisitos ali estabelecidos e que o acionista poderá buscar indenização em face do administrador pelos danos que eles lhe tenham causado diretamente.

Com base nisso se questiona: houve razão lógica para essa fixação de legitimidade ou tratou-se de política legislativa? Seguindo adiante, quais as razões ou motivações para a lei societária autorizar que o acionista, de forma autônoma, recupere somente os prejuízos que o administrador lhe tenha causado de forma direta?

A esse respeito, embora indique que o elemento de definição da legitimidade processual seja o patrimônio afetado e os danos sofridos, o artigo 159 da lei societária não traz nenhum indicativo de como se interpretar e definir tanto o patrimônio quanto os danos causados à companhia e aos acionistas.

Diante disso, não se teve dúvidas que, não tendo a disciplina societária esclarecido aspectos relativos à responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas, a Tese deveria se dedicar a eles e propor sugestões integrativas e elucidativas.

Cabe ainda ressaltar que a escolha do objeto de estudo recaiu sobre as companhias abertas, já que é nessa espécie societária em que, normalmente, a atuação dos administradores manifesta-se de forma autônoma e independente com relação aos acionistas, o que, por evidente, dá maior margem a questionamentos à sua atuação e às perdas que dela podem advir.

Aliás, a Tese trata de companhias abertas, de modo geral, sem se limitar àquelas que não tenham controlador definido. Isso porque a dispersão de capital ainda não é a realidade da maior parte das companhias abertas brasileiras, de modo que se busca uma análise que resulte em propostas aplicáveis a um universo maior de destinatários.

Vale mencionar que o estudo realizado não se limita a um específico comportamento ou dever do administrador, tendo, na verdade, focado nos danos produzidos tanto na esfera patrimonial da companhia quanto na dos acionistas em decorrência da relação societária, isto é, daquela que se refere ao exercício do cargo na administração e à titularidade das ações pelos investidores.

Por fim, destaca-se que o trabalho recorreu à disciplina do direito civil, ainda que se trate de uma Tese eminentemente de direito societário, pois, como será visto, ainda que a lei societária contenha previsões sobre a legitimidade e sobre requisitos à configuração da responsabilidade dos administradores, aspectos elementares do dever de indenizar não são – nem costumam ser – regulados pelo direito societário. Em última instância, a despeito das especificidades, a responsabilidade societária dos administradores de companhias abertas pertence ao gênero da responsabilidade regida pelo direito civil.

## **O Estudo Proposto**

Visando a enfrentar a problemática da responsabilidade dos administradores de companhias abertas, em específico, dos danos que decorram de suas condutas, a Tese está estruturada em quatro capítulos.

No primeiro deles, examina-se o fundamento legal da responsabilidade civil dos administradores, esclarecendo-se o porquê de tal análise ser realizada levando em consideração as funções desempenhadas em companhias abertas.

Nesse mister, em um primeiro momento, estuda-se as companhias abertas e a relação diferenciada que os administradores criam com elas. Ademais, procura-se situar o tema da Tese demonstrando as diferenças entre essa espécie de sociedade anônima e as “corporations” constituídas em conformidade com a legislação dos Estados Unidos da América, levando-se em consideração que, naquele país, muitos debates a respeito dos danos decorrentes das condutas dos administradores foram também travados.

O Capítulo 1, em seguida, dedica-se ao exame do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976 segundo o qual os administradores não são pessoalmente responsáveis pelos atos regulares de gestão praticados no exercício dos cargos na sociedade anônima, respondendo, contudo, pelos prejuízos que causarem quando (i) atuarem dentro das suas atribuições com culpa ou dolo, ou (ii) atuarem com violação da lei ou do estatuto.

O estudo das hipóteses específicas em que a Lei das S.A. autoriza a responsabilização dos administradores é permeado por referências a outras disposições legais que lhes conferem conteúdo. Nesse sentido, por exemplo, analisa-se o dever de diligência, o qual, como será visto, constitui o parâmetro para a configuração da atuação culposa dos administradores.

Ademais, confronta-se as hipóteses autorizativas da responsabilidade dos administradores no direito brasileiro com a denominada teoria da “fraud-on-the-market”, desenvolvida nos Estados Unidos da América, que tem sido utilizada por investidores do mercado de capitais norte-americano como fundamento para a obtenção de indenização em face de administradores – e, naquele país, das companhias – em decorrência de falhas informacionais e perdas sofridas com alteração do valor de mercado das ações.

Estabelecidas as bases sobre as quais podem ser estruturados os pleitos reparatórios contra os administradores de companhias abertas, o Capítulo 2 dedica-se ao estudo dos mecanismos para a recuperação dos eventuais danos. Em um primeiro momento, examina-se a ação civil pública regulada pela Lei nº 7.913/1989, que pode ser utilizada para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado de capitais.

Ao examinar tal ação, a Tese analisa aspectos como (i) a proteção ao mercado de capitais e a utilização da ação civil pública de forma preventiva, comparando-a com funções desempenhadas pela CVM, (ii) a definição dos “prejuízos” ou danos individuais causados aos investidores em conformidade com a disciplina prevista na Lei nº 7.913/1989, ponderando a aplicação de tais conceitos para fins do disposto na Lei das S.A., (iii) a

ampliação do rol de legitimados para o uso do veículo da ação civil pública, (iv) aqueles contra os quais tal ação pode ser proposta, estudando-se quais as condutas por eles praticadas que podem dar margem à tutela reparatória, e (v) a pouca utilização e a falta de eficácia da pretensão indenizatória instrumentalizada pela via coletiva, bem como a proposta de meios para sua superação.

O segundo meio de recuperação de prejuízos analisado é o chamado termo de compromisso, que pode ser celebrado por investigados ou acusados em inquéritos ou processos administradores sancionadores instaurados pela CVM. De acordo com o § 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, regulamentado pela Instrução CVM nº 607/2019, um dos requisitos para a celebração do termo de compromisso é a correção das “irregularidades apontadas, inclusive indenizando prejuízos”.

A autorização para que o termo de compromisso sirva de meio de reparação de danos causados por administradores de companhias abertas é analisada à luz dos precedentes da própria CVM e da experiência do direito norte-americano com a celebração dos denominados *consent decrees*. Ainda, examina-se a efetividade dos termos de compromisso como meio de satisfação das pretensões indenizatórias, tecendo-se comentários específicos a respeito de novas “estratégias” adotadas na regulamentação da CVM.

Em seguida, o Capítulo 2 trata de dois mecanismos autorregulatórios de reparação de prejuízos: o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP e as sanções que podem ser impostas às companhias abertas cujas ações sejam listadas no segmento do Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3 S.A.”).

Embora digam respeito a meios privados de salvaguarda de pretensões reparatórias, a Tese procura examiná-los buscando inspiração na tutela privada dos danos para propor meios, no mínimo, que satisfaçam de forma mais eficaz os interesses da companhia e dos acionistas ao pleitearem a responsabilização dos administradores.

Por fim, o Capítulo 2 dedica-se a estudar, com mais vagar, a disciplina contida no artigo 159 da Lei da S.A., especialmente, os requisitos dos prejuízos causados ao patrimônio da companhia e dos acionistas. Com intuito de aprofundar o exame dos pressupostos da ação social e da ação individual reguladas por tal artigo, são analisadas previsões de outros ordenamentos jurídicos que, de forma semelhante ou diversa, dispõem sobre a responsabilidade dos administradores de sociedades semelhantes à regulada pela Lei nº 6.404/1976.

Além disso, busca-se responder ao questionamento sobre a disciplina relativa à

responsabilidade dos administradores hoje em vigor resultar de uma opção do legislador de 1976 ou de estar fundamentada em alguma estrutura lógica quanto ao cabimento da responsabilidade dos administradores.

Visando a complementar o estudo, ao fim do Capítulo 2, a Tese dedica-se a refletir sobre a dedução das pretensões previstas nos artigos 158 e 159 da lei societária por meio da via arbitral. Com efeito, diante da consagração desse mecanismo de solução de controvérsias para disputas societárias envolvendo companhias abertas com ações listadas no segmento do Novo Mercado e do Nível 2 da B3 S.A. e da inclusão do § 3º ao artigo 109 e do artigo 136-A à Lei das S.A., torna-se essencial explorar o tema à luz da disciplina específica da arbitragem. Sustenta-se, na Tese, o pleno cabimento da apresentação de pedidos de indenização em face dos administradores no âmbito de procedimentos arbitrais, seja em virtude da extensão dos efeitos da cláusula compromissória estatutária aos administradores, seja em decorrência da disponibilidade e patrimonialidade dos direitos em discussão.

Estabelecidos os fundamentos dos pleitos indenizatórios em face dos administradores de companhias abertas e as formas pelas quais a reparação pode ser obtida, o Capítulo 3 trata de um dos aspectos menos explorados pela doutrina e pela jurisprudência: a delimitação do conceito de patrimônio e das linhas de interseção e de distinção entre o patrimônio da companhia e de seus acionistas.

Para tanto, a Tese recorre a conceitos clássicos e modernos desenvolvidos no âmbito do direito civil que tratam do patrimônio tanto como expressão da personalidade das pessoas naturais e, como elemento da teoria dos bens. Neste momento, reconhece-se e propõe-se o exame dos danos causados pelos administradores de companhias abertas com base no conceito de patrimônio financeiro originalmente desenvolvido por José Luiz Bulhões Pedreira<sup>3</sup>.

Como será visto, entre os elementos integrantes do ativo e do passivo do patrimônio da companhia aberta e do acionista, cuja expressão em moeda pode ser afetada pelas práticas adotadas pelo administrador, está a ação. O estudo da ação representativa do capital social de uma companhia aberta e objeto de propriedade do acionista versa sobre os direitos e as obrigações que dela decorrem e dos efeitos que ela produz tanto no patrimônio da sociedade quanto do acionista.

---

<sup>3</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

A partir do desenvolvimento de tais conceitos, a Tese volta-se para a análise das distintas consequências patrimoniais causadas pelos atos dos administradores, examinando-se como a titularidade das ações pode ser atingida e como características específicas desta espécie de valor mobiliário afetam os acionistas.

Finalizado o estudo, o Capítulo 4 tem por objeto analisar diferentes aspectos relacionados ao dano. Reconhecendo que a Lei das S.A. disciplina de forma específica a responsabilidade dos administradores, mas não exauriente, a Tese examina, em um primeiro momento, o dano à luz do direito civil.

Com efeito, embora a Lei nº 6.404/1976, nos artigos 158 e 159, tenha estabelecido hipóteses específicas em que a responsabilidade do administrador pode ser pleiteada e as regras a respeito da legitimidade para as pretensões indenizatórias, não há como negar que os elementos caracterizadores da responsabilidade – como o dano e o nexo causal – não foram regulados pela lei societária, devendo-se examiná-los à luz das normas gerais, isto é, do direito civil.

Nesse sentido, reconhece-se como essencial à procedência dos pedidos reparatórios em face dos administradores a configuração de dano certo e atual, podendo ser de natureza moral ou patrimonial. Quanto a este aspecto, o Capítulo 4 dedica-se, predominantemente ao estudo do dano patrimonial, já que a escolha da Tese foi examinar efeitos financeiros das condutas dos administradores no patrimônio da companhia e dos acionistas.

Estabelecidos os requisitos base para que determinado dano possa ser indenizado, o Capítulo em referência trata da caracterização dos chamados danos direto e indireto nos termos da lei civil, bem como do requisito do nexo causal, o qual dialoga “de forma direta e imediata” com o conceito dos referidos danos.

Em seguida, o Capítulo 4 passa a examinar, pormenorizadamente, as manifestações de estudiosos do direito societário a respeito da configuração dos danos diretos e indiretos para fins da responsabilidade patrimonial dos administradores de companhias abertas. A partir disso e confrontando tais manifestações com as conclusões extraídas da disciplina do direito civil, a Tese propõe uma forma para se estabelecer quais danos causados pelos administradores de companhias abertas podem ser objeto de reparação.

Buscando validar o conceito e o método proposto, o Capítulo 4 os confronta com julgados do Superior Tribunal de Justiça, os quais – embora muitos sejam relacionados a companhias fechadas – decidiram a respeito de pretensões indenizatórias formuladas por companhias e por acionistas em face dos administradores.

Também com este objetivo, a parte final do Capítulo 4 dedica-se, a partir da formulação de uma hipótese de conduta ilícita de administrador de companhia aberta, averiguar se a oscilação do valor de mercado das ações consistiria em modalidade de dano causado de forma direta ao acionista e, portanto, passível de reparação pela via da ação individual, bem como se, à luz da ordem societária, a disciplina legal vigente mereceria ajustes ou deveria ser mantida e ratificada.

# 1. OS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS E SUA RESPONSABILIDADE

## 1.1. PRESSUPOSTOS FÁTICOS

Passados mais de dez anos de momentos de euforia, o mercado de capitais brasileiro imergiu em uma de suas mais severas crises<sup>4</sup>. Companhias pré-operacionais captaram milhões de reais em suas ofertas iniciais de ações, mas não conseguiram desenvolver os planos de negócios a que se propuseram e tiveram que se submeter a programas de reestruturação financeira. Companhias abertas com atuação em setores essenciais da economia – infraestrutura, energia, finanças – sofreram perdas decorrentes da apuração judicial de seu envolvimento com atos de corrupção. Ativos de companhias brasileiras líderes de mercados de *commodities* foram objeto de significativa depreciação em virtude de alterações da demanda no mercado mundial e de acontecimentos relacionados ao cumprimento de normas de segurança, governança e desenvolvimento sustentável dos negócios.

Neste cenário, ainda que não tenha se configurado o ocaso do mercado de capitais nacional, perdas financeiras foram sofridas por companhias com ações listadas na B3 S.A. e por seus acionistas, situação que aumentou significativamente a busca pela reparação de prejuízos eventualmente sofridos.

Nesse sentido, associações representativas dos interesses de acionistas minoritários iniciaram ações visando à reparação de danos supostamente causados por companhias

---

<sup>4</sup> Ao fim dos anos 1990, início dos anos 2000, o mercado de capitais brasileiro sofreu grande evolução e incremento. No ano 2000, a B3 S.A. (então denominada BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros), visando a profissionalizar o mercado de valores mobiliários nacional e a atrair mais investidores, criou segmentos diferenciados de negociação de ações (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), os quais somente poderiam ser acessados por companhias que adotassem as regras de governança corporativa por eles exigidas. Nos anos seguintes, houve aumento real do número de companhias que recorreram à poupança popular e lançaram ações de sua emissão à negociação no mercado de bolsa, tendo o ápice do registro de ofertas iniciais de ações ocorrido no ano de 2007, conforme informações disponibilizadas pela B3 S.A.. Segundo as informações disponíveis em seu *website*, foram realizadas (i) em 2006, vinte e seis ofertas iniciais de ações, num volume aproximado de quinze bilhões de reais, e (ii) em 2007, sessenta e quatro *initial public offerings* (“IPOs”) que representaram um montante de captação, próximo a cinquenta e cinco bilhões de reais.

abertas que teriam prestado informações falsas em suas demonstrações financeiras<sup>5</sup>. Investidores institucionais deram início a procedimentos arbitrais buscando a recomposição de seus patrimônios diminuídos, a seu ver, em decorrência de práticas abusivas adotadas por acionistas controladores e de atos ilegais praticados por administradores das companhias de cujas ações eram titulares<sup>6</sup>.

Incrementou-se o recurso aos mecanismos processuais de reparação de danos e a utilização de outros tantos passou a ser objeto de estudo sobre seu cabimento como meio de viabilizar a recuperação das perdas que investidores teriam sofridos<sup>7</sup>. A esse respeito, trabalhos acadêmicos têm se dedicado a estudar o tema, muitos deles recorrendo a experiências de direito estrangeiro para, no Brasil, tentar viabilizar teses jurídicas de reparação de danos eventualmente causados a acionistas de companhias abertas<sup>8</sup>.

Com efeito, com o intuito de tornar aceitável a indenização das mencionadas perdas, chegou-se a sustentar o caráter ultrapassado da Lei nº 6.404/1976, cujas normas, editadas sob a vigência de um mercado de capitais ainda em seu nascedouro, não seriam aptas a regular e a permitir uma resposta efetiva às demandas de um complexo e intrincado mercado de valores mobiliários como o do século XXI<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. Processo nº 0085670-76.2015.8.19.0001, da 7ª Vara Empresarial. Autor: Associação dos Investidores Minoritários AIDMIN. Réu: Eike Fuhrken Batista. Juiz: Fernando Cesar Ferreira Viana. Rio de Janeiro, 15 de maio de 2016. BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Ação Civil Pública nº 1011676-65.2013.8.26.0100, da 12ª Vara Cível. Requerente: Associação de Proteção Coletiva dos Acionistas Minoritários e Investidores do Pão de Açúcar – APAMPA. Requerido: Casino Guichard Prerrachon S/A. Juiz: Carlos Aleksander Romano Batistic Goldman. São Paulo, 11 de junho de 2016.

<sup>6</sup> Em 25 de abril de 2018, a Lex Finance anunciou o financiamento de procedimento arbitral iniciado por acionistas minoritários em face da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras. A causa, cujo valor é de 5,7 bilhões de dólares, baseia-se nas supostas perdas econômicas sofridas pelos acionistas atribuídas a práticas de corrupção e a atos praticados com abuso de poder de controle pela União Federal. Disponível em: <https://www.lex-finance.com>. Acesso em: 10.12.2019.

<sup>7</sup> A esse respeito ver “Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro. Relatório Preliminar” do Grupo de Trabalho (GT) para Fortalecimento dos Meios de Tutela Reparatória dos Direitos dos Acionistas, constituído pelo Ministério da Economia e pela CVM. Disponível em: <https://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 22.12.2019.

<sup>8</sup> VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas**. Monografia (Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2018. RODRIGUES, Ana Carolina. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito Societário) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito do Estado de São Paulo. São Paulo, 2011. CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. v. 9. São Paulo: Quartier Latin, p. 72, 2018.

<sup>9</sup> “Ambas as leis datam de uma fase embrionária do nosso mercado de capitais, tendo a própria Lei das S.A. sido elaborada numa visão prospectiva pelos Professores Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho. Ora, em

A busca por soluções a questões que se colocam hoje no mercado de capitais nacional, a nosso ver, não passa por uma repreensão ou desqualificação do sistema legal vigente, mas sim pelo aprofundamento do exame das normas e dos institutos jurídicos por elas consagrados. Esta análise, inclusive, pode ter por efeito reafirmar os preceitos e razões positivadas na lei com o intuito de afastar interpretações ou tentativas indevidas de alteração da disciplina da responsabilidade societária dos administradores de companhias abertas.

A esse respeito, vale ressaltar que a lei societária de 1976, tão festejada e elogiada pelo brilhantismo dos autores do projeto do qual ela resultou<sup>10</sup>, disciplinou não só situações que existiam concretamente à época, mas anteviu problemas, como o embate de interesses de acionistas, de credores, de administradores e da própria sociedade, e estruturas societárias heterogêneas, como as que, por exemplo, derivam de operações societárias como a incorporação de ações e de sociedades.

Nesse sentido, a Lei nº 6.404/1976 regula a reparação de danos causados por administradores e por acionistas controladores de sociedades anônimas.

O legislador societário estabeleceu, nos artigos 158 e 159 da Lei nº 6.404/1976, a essência da disciplina legal da responsabilidade societária dos administradores, reconhecendo que, de sua atuação, podem derivar danos ao patrimônio da companhia, de seus acionistas e de terceiros. Nesta mesma tarefa, a Lei das S.A. expandiu o sistema de responsabilidade para além dos administradores, reconhecendo, no artigo 117, que o acionista controlador pode praticar atos com abuso de poder, devendo arcar com a indenização pelos danos decorrentes de tais práticas, em conformidade com o disposto no artigo 246.

---

quatro décadas houve, no Brasil, como nos outros países, uma grande aproximação entre o direito bursátil e a responsabilidade civil que, nos Estados Unidos, ocorreu seis décadas antes, com o *New Deal*, e recentemente também na Europa”. 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. 106.

<sup>10</sup> “Essa é uma forma de render tributo de admiração a um de seus criadores: olhar atentamente sua criatura, procurando ver, nela, o que o criador quis fazer. E que acabou sendo feito, vigorando até hoje um sistema funcional e extremamente flexível, capaz de compreender, na simplicidade do sistema, tudo aquilo que será conveniente e justo quanto a esse binômio”. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Administração: ordinária e extraordinária. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **A Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 199.

Embora a lei societária tenha disciplinado a responsabilidade de administradores e do acionista controlador<sup>11</sup>, optou-se por, nesta Tese, contribuir para a teoria de responsabilidade societária mediante o estudo da responsabilidade dos administradores de companhias abertas, focando, em especial, nos danos que podem advir de sua atuação, sejam tais danos sofridos pela própria companhia, sejam suportados pelos acionistas<sup>12</sup>.

## 1.2. AS COMPANHIAS ABERTAS COMO ORIGEM DOS DANOS

### 1.2.1. O Regime Jurídico Aplicável às Distintas Espécies de Companhias

O *caput* e o § 7º do artigo 159 de Lei nº 6.404/1976 estabelecem duas modalidades de danos que podem decorrer da atividade dos administradores de sociedades anônimas e podem ser objeto de reparação: (a) o primeiro, os “prejuízos causados a seu [da companhia] patrimônio”<sup>13</sup>; e (b) o segundo, as perdas impostas ao “acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato do administrador”<sup>14</sup>.

O referido dispositivo, no entanto, não esclarece se o direito de obter reparação pelos danos causados pelos administradores pode ser exercido, indistintamente, pela companhia aberta ou fechada.

Na verdade, a Seção IV da Lei nº 6.404/1976, que dispõe sobre os deveres e responsabilidades dos administradores e na qual estão localizados os artigos 158 e 159 – sob

---

<sup>11</sup> Como informado na Introdução, a opção pelo estudo da responsabilidade do administrador tem fundamento na complexa relação que se firma entre ele e a companhia, que faz com que os atos por ele praticados sejam da companhia, mas, ao mesmo tempo, que obriga a tutela de hipóteses em que a esfera jurídica patrimonial destes administradores possa ser afetada por atos que, *a priori*, seriam atribuíveis à companhia. Esta situação não é verificada na relação entre a companhia e o acionista controlador, o que, sob esta perspectiva, torna mais rico o exame da responsabilidade civil do administrador.

<sup>12</sup> Conforme indicado na Introdução desta Tese, propõe-se examinar diferentes aspectos relacionados à caracterização dos danos causados diretamente à companhia aberta – e, indiretamente, a seus acionistas – e aqueles que impactam frontalmente o patrimônio dos acionistas. Exclui-se, assim, o estudo da responsabilidade civil da sociedade anônima em decorrência de contratos por ela celebrados ou de seus deveres para com o meio ambiente, com o poder público, com a sociedade onde desempenha seus negócios sociais e em virtude de inúmeras outras relações jurídicas a que uma companhia aberta se submete.

<sup>13</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Artigo 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio”.

<sup>14</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Artigo 159. (...) § 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador”.

os subtítulos, respectivamente, de “Responsabilidade dos Administradores” e “Ação de Responsabilidade” – está situada no Capítulo XII, que trata de “Conselho de Administração e Diretoria – Administração da Companhia”.

Como se percebe do título do Capítulo XII, as normas ali previstas aplicam-se a “companhias” sem que tenha sido identificada ou diferenciada a sua espécie – aberta ou fechada. Na realidade, a Lei das S.A. quando pretendeu dar tratamento distinto às companhias abertas e fechadas o fez de forma explícita<sup>15</sup>, deixando claro que, diante da falta de indicação expressa, suas previsões aplicam-se a qualquer das espécies das companhias.

Em vista disso, as normas relativas à responsabilidade constantes da Seção IV, do Capítulo XII, da Lei das S.A., aplicam-se indistintamente aos administradores de companhias abertas e fechadas. Todavia, ainda que a lei não tenha distinguido o âmbito de incidência das regras previstas nos artigos 158 e 159, é nas companhias abertas que as mais complexas relações entre a sociedade e seus administradores são constituídas, a partir das quais podem ser produzidos danos, afetando tanto a esfera jurídica da própria companhia quanto a de seus acionistas.

Vale ressaltar que a sociedade anônima, como espécie de pessoa jurídica de direito privado, firmou-se como a mais adequada à tutela dos meios de produção e da propriedade privada em economias capitalistas<sup>16</sup>. Com a criação de uma pessoa distinta da de seus sócios, cujo patrimônio é destinado à satisfação e ao desenvolvimento dos interesses sociais, e com a limitação da obrigação e responsabilidade do acionista à integralização do valor das ações por ele subscritas, a sociedade anônima permite a reunião de esforços e, em especial, do capital necessário ao desenvolvimento de grandes empreendimentos.

Evidentemente, dada a relevância econômica desse tipo societário e a pluralidade de interessados em seus negócios, a sociedade anônima constitui uma fonte de conflitos de grandes magnitudes.

Todavia, a companhia fechada, em muitos casos, não configura instrumento de reunião de capital, de institucionalização dos interesses dos acionistas no desenvolvimento de um negócio autônomo e próprio à pessoa jurídica. Na verdade, a prevalência do aspecto

---

<sup>15</sup> Assim o fez a Lei nº 6.404/1976, por exemplo, nos artigos 15 e 16, ao autorizar a emissão de ações ordinárias de diferentes classes pela companhia fechada e nos artigos 36 e 129, §1º, quando permite que os estatutos sociais destas sociedades imponham limitações à circulação das ações de sua emissão e aumentem o quórum exigido para a deliberação de determinadas matérias objeto de votação em assembleia geral.

<sup>16</sup> GOMES, Orlando. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XI, n. 8, p. 11, 1972.

contratual, em grande parte das companhias fechadas<sup>17</sup>, faz com que, normalmente, não se configurem tantos centros de interesses distintos que possam ser afetados pelos atos de seus administradores, de modo que questões societárias e conflitos existentes em tais espécies de sociedades anônimas não costumam ser tão complexos como os que se verifica nas companhias abertas.

Conforme definido no *caput* do artigo 4º da Lei das S.A., a companhia fechada é aquela cujos valores mobiliários não são admitidos à negociação no mercado<sup>18</sup>. Isto significa que, ainda que possa haver multiplicidade, os acionistas da companhia fechada são individualmente identificáveis e criam entre si uma relação predominantemente contratual.

Nesse sentido, vale mencionar precedente do Superior Tribunal de Justiça, em que a maioria dos integrantes da Turma julgadora reconheceu o direito de acionista “minoritária” de companhia fechada ser indenizada pelos prejuízos causados pelos administradores e acionistas controladores em virtude do esvaziamento patrimonial da companhia. No caso, mesmo reconhecendo que a transferência dos ativos da sociedade para uma outra com igual propósito representava um dano à sociedade, a Quarta Turma do STJ ressaltou a peculiaridade do caso por se tratar de companhia fechada cuja estrutura de capital consistia em um acionista com cinquenta e um por cento das ações e a outra – a prejudicada – quarenta e nove:

Com efeito, os atos irregulares atribuídos aos réus, de transferência dos ativos da companhia primitiva para uma nova empresa, idêntica à primitiva, por eles criada, ainda que possam ter implicado, em um primeiro momento, o esvaziamento patrimonial da companhia primitiva e, por consequência, a sua extinção ou paralisação - prejuízo direto à sociedade, portanto -, implicaram, também, evidente e direto prejuízo à autora, somente a esta sócia, e não ao outro sócio controlador, na medida em que a promovente detinha 49% das ações.

---

<sup>17</sup> A esse respeito, destaca-se: “Na companhia fechada, ao contrário, não só prevalece o princípio da autonomia da vontade sobre o caráter institucional de sua organização, como ainda a forma acionária pode encobrir vários subtipos de sociedade. Estruturalmente, a minicompanhia regulada no art. 294 da Lei n. 6.404, por exemplo, é quase completamente equiparável a uma sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Sob o aspecto funcional, o regime da companhia fechada pode servir às mais variadas combinações, desde a diminuta companhia de família até as macrossubsidiárias de grupos nacionais ou multinacionais. É importante entender que a companhia fechada representa o oposto da sociedade anônima original. Ela é, tanto interna quanto externamente, uma verdadeira sociedade de pessoas, dominada pelo princípio da identificação dos acionistas”. COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Dividendo nas Companhias Fechadas*. In: COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaio e Pareceres sobre Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 158.

<sup>18</sup> De forma semelhante, no direito dos Estados Unidos da América, são organizadas as denominadas “privately held enterprises”: “If an enterprise is not to be publicly held, the choice of form is much more complex. Today, such a firm might be either a close corporation, a general partnership, a limited liability partnership, a limited partnership, or a limited liability company”. EISENBERG, Melvin Aron. **Corporations and Other Business Organizations**. New York: Foundation Press, 2000, p. 159.

(...)

Aqui, não se pode dizer que os danos apontados possam ter acarretado prejuízos meramente reflexos à acionista minoritária, detentora de expressiva participação social, a qual, no caso, como consequência direta dos atos perpetrados, viu-se às voltas com uma companhia completamente esvaziada de seu patrimônio material e imaterial desviado (sede, marca, empregados, clientes, etc) e abandonada pelo administrador e acionista controlador<sup>19</sup>.

Como se verifica, os administradores, nas companhias fechadas, muitas vezes, confundem-se com os próprios acionistas, os interesses de acionistas e da sociedade colocam-se como um só e, portanto, não são identificáveis tantas esferas jurídicas distintas capazes de justificar preocupações de maiores proporções a respeito de delimitação dos danos que sejam impostos à companhia e aos titulares das ações de sua emissão.

### 1.2.2. A Companhia Aberta

Nas companhias abertas, por outro lado, os interesses individuais dos acionistas, regidos fundamentalmente pela autonomia privada, cedem espaço ao caráter institucional da pessoa jurídica<sup>20</sup> que se submete a um conjunto de regras e aos “controles administrativos sobre sua organização e seu funcionamento”<sup>21</sup>.

Em consonância com o *caput* e o § 1º do artigo 4º da Lei das S.A., para que uma sociedade anônima recorra ao mercado de capitais, mediante a circulação de ações ou de

<sup>19</sup> Trecho do voto vencedor proferido pelo Ministro Raúl Araújo. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.536.949-SP, da 4ª Turma. Recorrente: Mario Cohen e outros. Recorrido: Tibeca Propaganda Publicidade e Participações Ltda.. Relator: Ministro Marco Buzzi. Brasília, 06 de setembro de 2016.

<sup>20</sup> A doutrina destaca o caráter institucional da companhia aberta em oposição ao contratual das de capital fechado: “A bem dizer, a distinção de regimes jurídicos transcende a questão do recurso ao mercado de capitais. O caráter institucional da companhia aberta é evidente: não só o legislador reduz ao mínimo indispensável a autonomia de vontade das partes, como a autoridade administrativa tem competência para expedir normas de funcionamento desse tipo de companhia e fiscalização a sua atuação no mercado”. COMPARATO, Fábio Konder. O Direito ao Dividendo nas Companhias Fechadas. *In*: COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaios e Pareceres sobre Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 158.

<sup>21</sup> 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.

outras espécies de valores mobiliários<sup>22</sup>, ela deve se registrar como companhia aberta junto à CVM<sup>23</sup>.

A obtenção de tal registro é essencial, uma vez que a sociedade anônima que participa do mercado de capitais passa a ter acesso a um universo indeterminado de potenciais acionistas ou de titulares de outros valores mobiliários<sup>24</sup> e, por consequência, a um ambiente público de circulação e de oferta de riqueza<sup>25</sup>.

Tanto isso é verdade que, em virtude da importância do mercado de capitais para o país e dos efeitos que as atividades de uma companhia aberta podem produzir na economia de uma nação<sup>26</sup>, a lei societária brasileira exige uma segunda espécie de registro, qual seja,

<sup>22</sup> A esse respeito, é importante mencionar que a Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e que criou a CVM, também conceituou expressamente as companhias abertas em seu artigo 22, segundo o qual “considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão”. Vale lembrar que o artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 lista as espécies de valores mobiliários que podem ser utilizados como meio de capitalização por intermédio do acesso à poupança popular.

<sup>23</sup> BRASIL. Lei nº 6.385/1976, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 09 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Artigo 21 (...) §1º Somente valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo poderão ser negociados na bolsa e no mercado de balcão”.

<sup>24</sup> Além do registro, a Lei das S.A. autoriza a CVM a criar categorias diferenciadas para as companhias abertas. BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Artigo 4º (...) §3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria”.

Nesse sentido, a referida Autarquia estabeleceu na Instrução nº 480/2009 que o registro de companhia aberta categoria A permite que o emissor negocie quaisquer valores mobiliários de sua emissão nos mercados regulamentados e o de categoria B todos os valores mobiliários, exceto ações, certificados de depósito de ações e aqueles que autorizem seu titular a adquirir ações ou certificados de depósito de ações.

<sup>25</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 8-9.

<sup>26</sup> A relevância do mercado de capitais para a economia é reconhecida também em outros sistemas jurídicos: "Securities markets have a number of potential advantages over bank financing and internal financing as a means to finance firm growth. First, countries with strong securities markets can rely more on equity and longterm debt financing, and less on bank loans and short-term debt. (...) Second, when external equity markets are weak, family-controlled conglomerates create internal capital markets instead. Especially in economic downturns, these conglomerates often send good money after bad in an effort to prop up money-losing subsidiaries. (...) It's striking, and likely not coincidental, that the East Asian countries that best survived the 1997-1998 Asian financial crisis either had relatively strong stock markets (Taiwan, Hong Kong, and Singapore) or a mostly closed economy (China, most notably). (...) Third, a stock market lets companies rely more on external capital and less on internal capital. This helps firms grow rapidly and gives companies that focus on a single core business an advantage over diffuse conglomerates. In the United States, conglomerates are usually less efficient than more focused firms. Conglomerates remain strong in countries with weak stock markets, partly because the conglomerate form can provide the capital that a rapidly growing business needs. Fourth, a strong equity market permits venture capital and leveraged buyout promoters to exit from their investments through an initial public offering. The availability of this public market exit may be an important precursor to a vibrant venture capital industry. Fifth, foreign capital inflows can support domestic growth. Securities markets allow the inflow channel of portfolio investment, and thus can increase total capital inflows." BLACK, Bernard S. The legal and institutional preconditions for strong securities markets. **UCLA Law Review**, v. 48, pp. 832-833, 2001.

o de distribuição pública de valores mobiliários. A providência imposta pelo § 2º do artigo 4º da Lei das S.A.<sup>27</sup> constitui instrumento adicional para resguardar o mercado e os que nele atuam, na medida em que, além de examinada a própria companhia, deve ser também verificada a regularidade e a mínima confiabilidade dos valores mobiliários que ela pretende ofertar.

Diante desse cenário, há uma pluralidade de relações jurídicas que a companhia aberta passa a ter com os acionistas e com os titulares de outros valores mobiliários de sua emissão, as quais, naturalmente, fazem com que, num cenário de irregularidades ou de desvios na condução dos negócios sociais praticados pelos administradores, a própria sociedade e os investidores possam ser significativamente afetados.

De fato, se o núcleo essencial da companhia aberta – que é o desenvolvimento das atividades que integram seu objeto social – é negativamente afetado, os interesses daqueles que em torno dele gravitam também serão atingidos.

A esse respeito, é importante mencionar que as companhias abertas com ações listadas em bolsa, em decorrência, por exemplo, da regulamentação expedida pela CVM e de pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, devem adotar providências que tornam a atividade dos administradores sujeita a um controle mais detalhado seja pelas autoridades administrativas seja por seus acionistas.

Por exemplo, tais sociedades devem implementar estruturas de controles internos visando à garantia de fidedignidade de suas finanças e da elaboração de demonstrações financeiras, da regularidade do trabalho dos auditores externos que examinam também as contas dos administradores. Ademais, suas assembleias gerais submetem-se a um processo diferenciado, sendo delas exigido a elaboração de boletins de voto à distância, a aceitação de pedidos públicos de procuração, a confecção e a divulgação ao mercado de mapas de votação, tudo nos termos da Instrução CVM nº 481/2009.

Além do aspecto institucional e da complexidade das relações internas e externas, privadas e públicas, que podem ser constituídas no âmbito de uma companhia aberta, parte significativa da riqueza de um país e atividades empresariais estão concentradas e são

---

<sup>27</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019. “Artigo 4º (...) §2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários”. Da mesma forma, o artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 determina que “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”.

conduzidas por tais sociedades. Nesse sentido, apontou-se o quanto da renda produzida pela atividade econômica dos países está centralizada nas companhias abertas, ou nas genericamente denominadas “corporations”:

although there were only about 3 million active corporations in the United States as compared to nearly 13 million proprietorships and 1 million partnerships, the corporations accounted for about 89 percent of business receipts<sup>28</sup>.

Cabe ressaltar, no entanto, que as companhias abertas foco da Tese não se confundem com as conhecidas “corporations” constituídas no âmbito do ordenamento jurídico dos Estados Unidos da América.

### 1.2.3. As *Publicly-Held Corporations* e o Objeto da Tese

De forma geral, no ordenamento jurídico dos Estados Unidos da América, entende-se que as “corporations” são sociedades em que o interesse social distingue-se dos interesses privados de seus membros<sup>29</sup>. No entanto, as “corporations” que concentram grande parte da riqueza norte-americana e são responsáveis pela condução de significativa parcela das atividades econômicas daquele país são as denominadas “publicly-held corporations”. Tais sociedades são as que mais se aproximam das companhias abertas disciplinadas na lei societária brasileira. Contudo, as “publicly-held corporations” têm características que não necessariamente são verificadas nas companhias abertas nacionais.

<sup>28</sup> CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Nova Iorque: Aspen Law & Business, 1986, p. 1. Confirmam-se ainda os dados colhidos por CORDEIRO, Antônio Menezes. **Manual de Direito das Sociedades**, v. 1, n. 64, p. 217, e v. 2, n. 206, p. 542 *apud* ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 4.

No Brasil, de acordo com o anuário da Associação Brasileira de Companhias Abertas - ABRASCA relativo a 2018, foi apurado dentre as companhias analisadas que “este grupo de companhias recolheu, em 2018, R\$ 1,21 trilhão em impostos, valor 13% superior ao de 2016, participando com 14,2% da arrecadação fiscal do país. Na formação do PIB nacional, a participação dessas empresas subiu de 16,5% em 2017, para quase 18% no final do ano passado, evidenciando maior dinamismo e resiliência das companhias abertas à situação ainda difícil do cenário econômico e político do país”. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/>. Acesso em: 10.12.2019.

<sup>29</sup> As “corporations” são assim qualificadas: “The corporation, regardless of legal theories, has group interests distinguishable from the individual interests of its individual members. Under the ‘fiction’ or ‘entity’ theory, the corporation is regarded as a fictitious, artificial, legal person or entity”. (Tradução livre: A “corporation”, independentemente das teorias jurídicas, apresenta um grupo de interesse distinto dos interesses individuais dos seus membros. De acordo com a teoria da ficção ou da entidade, a “corporation” é considerada como ficção, artificialidade, pessoa legal ou entidade). HENN, Harry G.; ALEXANDER, John R. **Laws of Corporations and other Business Enterprises**. 3. ed. Saint Paul: West Group, pp. 144-145, 1983.

Como regra, nas “publicly-held corporations”, (i) os acionistas não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações da sociedade, (ii) as ações de emissão da sociedade são livremente negociadas, (iii) o prazo de duração da sociedade é indeterminado, (iv) os negócios sociais são conduzidos pelos administradores, sem ingerência dos acionistas, e (v) a sociedade é titular de personalidade jurídica distinta da de seus acionistas<sup>30</sup>.

Ainda que a autonomia da personalidade jurídica, a limitação da responsabilidade dos acionistas e o prazo de duração também seja indeterminado nas companhias abertas brasileiras, admite-se, em nosso ordenamento, a limitação à circulação de ações, por meio da celebração de acordos de acionistas<sup>31</sup>, bem como, em decorrência da estrutura de controle de muitas companhias abertas, a condução dos negócios sociais é, muitas vezes, determinada pela vontade de seu acionista controlador e não pela atividade independente de seus administradores<sup>32</sup>.

Com efeito, traço importante que diferencia as companhias abertas brasileiras das “publicly-held corporations” dos Estados Unidos da América é a dispersão das ações negociadas no mercado e a autonomia que se confere aos administradores de tais sociedades.

Cabe mencionar que o elemento distintivo das referidas espécies societárias está, em essência, na estrutura da propriedade das ações de sua emissão<sup>33</sup>. Não é o simples fato de o universo de acionistas das “publicly-held corporations” ser consideravelmente maior que o das companhias abertas brasileiras que as distingue, mas sim o reconhecimento de que o capital social das primeiras não está concentrado nas mãos de um ou mais acionistas que tenham o poder de isoladamente determinar a condução dos negócios sociais<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> EISENBERG, Melvin Aron. **Corporations and Other Business Organizations**. New York: Foundation Press, 2000, p. 158.

<sup>31</sup> A Lei das S.A. autoriza expressamente que os acionistas celebrem acordos para disciplinar – inclusive, limitar – a negociação das ações. BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Artigo 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede”.

<sup>32</sup> A respeito: MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos**. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

<sup>33</sup> COMPARATO, Fabio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 43. BERLE, Adolph A; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. 10. ed. New Brunswick (Estados Unidos da América) e Londres (Reino Unido): Transaction Publishers, 2009, p. 18. TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 97.

<sup>34</sup> Sobre o conceito de dispersão acionária, sustenta-se não estar fundamentado exclusivamente na quantidade de acionistas titulares das ações em circulação no mercado, mas sim na titularidade do poder de comando da

Nas “publicly-held corporations”, a tendência preponderante é a da não identificação de um centro de poder que seja titular de direitos de sócio que lhe assegure, de modo permanente, a prevalência nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e que utilize tais direitos para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia<sup>35</sup>.

Em tais sociedades, em razão de não haver controlador definido, o poder de comando dos negócios sociais fica concentrado nos administradores da “corporation”, que passam a ter a autoridade e as prerrogativas de, isoladamente, determinarem o curso das atividades sociais. Diante deste cenário, é natural que a atuação dos administradores tenha um impacto maior de capitais no mercado e nos interesses da própria “publicly-held corporation” e de seus acionistas, do que pode ser verificado na companhia aberta com controlador majoritário definido.

Esta constatação revela que os riscos de danos atribuíveis aos administradores são majorados nas sociedades cujas estruturas de capital sejam dispersas<sup>36</sup>. Com efeito, por liderarem os negócios sociais sem submissão a um grupo determinado de acionistas, o liame entre os atos da sociedade e os administradores é intensificado.

A dispersão do capital social típica das “publicly-held corporations” norte-americanas, no entanto, não constitui a realidade da maioria das companhias abertas brasileiras<sup>37</sup>. De fato, há alguns exemplos de companhias com ações negociadas no segmento

---

sociedade: “essa ideia a princípio seria correta tendo em vista o significado da palavra ‘dispersar’, mas insuficiente para estabelecer um regula *juris* para a dispersão do capital. Não nos parece sensato tentar definir uma companhia como de capital disperso simplesmente em função, por exemplo, da existência de um número mínimo de acionistas tal que se pudesse assegurar que as ações estão suficientemente espalhadas no mercado, conforme já adotado no passado pelo legislador brasileiro para definir a sociedade anônima de capital aberto. (...) É a partir da configuração do poder de controle que se pretende definir o que seja uma companhia de capital disperso”. OIOLI, Erik Frederico. **Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.**. São Paulo: Almedina. 2014, p. 80.

<sup>35</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471, 1999. COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation Ownership and Control. **Yale Law Journal**, v. 111, p. 1, 2001.

<sup>36</sup> “Não havendo um controlador que dite essa mesma política, inexistem nessas companhias com ações dispersas um vínculo com os acionistas, de efeito jurídico, ainda que possa haver essa relação no sentido material ou fático. Assim sendo, a responsabilidade, como também reiterado, pelos atos de gestão e de condução da companhia, e em todos os sentidos, é dos administradores que autonomamente a conduzem, em termos de escolha e consecução dos objetivos empresariais desta”. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 442.

<sup>37</sup> “Para lidar com tão ambicioso desafio, a Lei da S.A. adotou um paradigma diferente das ‘corporations’ norte-americanas ou inglesas, países com mercados de capitais desenvolvidos”. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do patrimonialismo na Sociedade Anônima – Importância dos mecanismos privados de efetivação dos deveres do acionista controlador e dos administradores. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **A Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 132.

da mais alta governança da B3 S.A. que não têm controlador definido<sup>38</sup>. Contudo, na maior parte das companhias abertas brasileiras, a gestão dos negócios sociais ainda é orientada por um acionista controlador definido.

Tanto isso é verdade que as próprias regras do Novo Mercado não exigem uma dispersão superior a vinte e cinco por cento das ações em circulação para que a companhia possa ter as ações de sua emissão negociadas nesse segmento diferenciado de governança corporativa. Ou seja, ciente de que a realidade brasileira não é a de sociedades anônimas com capital consideravelmente disperso, o segmento de negociação de ações que pretende atrair companhias compromissadas com as melhores práticas de governança corporativa admite a listagem de sociedades anônimas com controlador definido<sup>39</sup>.

A partir de tais constatações, vale esclarecer que a Tese leva em consideração a realidade e a estrutura da propriedade acionária das companhias abertas brasileiras e se debruça sobre as companhias abertas com ações listadas na B3 S.A., independentemente da configuração fática de um acionista controlador.

Em essência, mesmo que sob a orientação do acionista controlador, a atuação dos administradores das companhias abertas pode gerar significativos impactos e danos aos negócios sociais, bem como aos interesses de seus acionistas, razão pela qual o foco do estudo não pressupõe a dispersão do capital social ou a inexistência de um controlador definido.

De fato, ciente de que a companhia aberta está inserida em uma esfera plural de interesses, conjuga recursos de diferentes fontes e está sujeita a uma série de regras e fiscalizações diferenciadas, a Tese reconhece que nesta espécie de sociedade anônima já há elementos fáticos suficientes a respaldar a atenção à atuação lesiva de seus administradores.

### 1.3. A ATUAÇÃO LESIVA DOS ADMINISTRADORES

#### 1.3.1. Atribuições dos Administradores das Companhias Abertas

---

<sup>38</sup> São exemplos: (i) a BRF S.A., (ii) a BR Malls Participações S.A. e (iii) a B3. S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

<sup>39</sup> B3 S.A. Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 15.09.2019.

“Artigo 10 - A companhia deve manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo: 25% (vinte e cinco por cento) do capital social; ou 15% (quinze por cento) do capital social, desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), considerados os negócios realizados nos últimos 12 (doze) meses (...)”.

Tal como qualquer pessoa jurídica, as companhias abertas constituem uma ficção, à qual o direito atribui personalidade própria. Desta decorrem direitos, obrigações e prerrogativas autônomas da sociedade, distintas das conferidas a seus acionistas.

Essa criação dos ordenamentos jurídicos necessita de um “veículo” por meio do qual possa expressar a “sua” vontade, que não se confunde com a de seus acionistas. Neste cenário, reconhece-se a função primordial dos administradores, qual seja gerir e conduzir os negócios que são imputados à companhia.

Sob a atribuição genérica de administrar as atividades da companhia aberta, cabe aos administradores a administração em sentido estrito – interna – e a representação:

No primeiro caso, seriam os administradores responsáveis pela condução dos negócios sociais na medida em que estes envolveriam os interesses próprios dos acionistas em sua vinculação com a sociedade. Sob esse prisma, a função gestória corresponderia a uma atividade dita interna que deveria basicamente atender ao chamado interesse coletivo ou interesse social, originado da própria formação da personalidade jurídica, como realidade associativa voltada a um fim determinado. (...)

Já a representação configuraria o aspecto externo da administração, na medida em que embasaria os poderes dos administradores no tocante ao relacionamento jurídico da sociedade com terceiros, cujos interesses o ordenamento positivo tutelaria, ao consagrar uma diversa correlação de poderes e de responsabilidades<sup>40</sup>.

Como se verifica, os administradores são incumbidos de, ao mesmo tempo, criar e gerir a estrutura interna que viabilize a organização e o desenvolvimento das atividades sociais e de interagir com terceiros – credores, poder público e potenciais investidores – a fim de viabilizar a própria sobrevivência da companhia aberta.

Tão relevante é a figura do administrador para a sociedade anônima – em especial, a companhia aberta com capital disperso –, que foi indicado, na Exposição de Motivos do projeto de lei que resultou na edição da Lei nº 6.404/1976, a Seção IV do Capítulo XII do projeto ser a “de maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores”<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, pp. 69-70, 1981.

<sup>41</sup> PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. v. 9. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 72.

A despeito da vital atuação dos administradores nas companhias abertas, o legislador não indicou a natureza da relação jurídica entre a sociedade anônima e o administrador<sup>42</sup>. Sabe-se que, sem o administrador a companhia aberta não tem como organizar e desenvolver suas atividades, pois é ele quem a faz presente no mundo real. Contudo não há uma orientação legal da forma como se estrutura a função de “presentar” a sociedade anônima<sup>43</sup>.

A definição da relação que se firma entre o administrador e a sociedade é primordial, pois como seria possível atribuir a ele responsabilidade própria por atos praticados no exercício da “apresentação” da companhia aberta? Tratar-se-ia de atribuição de responsabilidade a um terceiro – o administrador – pelos atos da companhia? Da mesma forma, como se explicaria a autorização contida no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 para que a companhia pleiteie em face do administrador a reparação de danos decorrentes de sua atuação enquanto seu próprio “presentante”?<sup>44</sup> Estaria, nesse último caso, a sociedade demandando indenização por atos dela própria?

### 1.3.2. Natureza da Relação Entre Companhia e Administradores

O exame da doutrina nacional e estrangeira revela que, originalmente, entendeu-se que o vínculo entre o administrador e a companhia estaria fundamentado numa relação de mandato, seja este vínculo constituído a partir da vontade dos acionistas ao elegerem o administrador, seja decorrente da lei que confere e limita os poderes desempenhados pelo administrador<sup>45</sup>.

---

<sup>42</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, p. 70, 1981.

<sup>43</sup> “O direito contemporâneo assentou, como decorrente da própria concepção das pessoas jurídicas, que respondem elas pelos atos de seus órgãos. São atos seus (...) A responsabilidade pelos atos dos órgãos é de vontade própria, porque a vontade, em tais atos, é a vontade da pessoa jurídica, e por ato próprio, porque os atos dos órgãos são seus”. MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Tomo I. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 583.

<sup>44</sup> “(...), pondo em foco a questão da natureza da relação que se estabelece entre os administradores e a companhia, uma vez que a natureza desse vínculo é determinante na caracterização dos deveres, a que os administradores estão submetidos, e, conseqüentemente, do regime da responsabilidade que lhes é aplicável”. 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, Arnaldo (org.). **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 55.

<sup>45</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 31.

A identificação de uma relação de mandato, no entanto, à luz das funções desempenhadas e dos poderes e deveres conferidos aos administradores, mostrou-se insuficiente, uma vez que o administrador, diferentemente do que ocorre na relação do mandatário com o mandante, não é considerado um terceiro em face da sociedade<sup>46</sup>. Na verdade, o administrador “presenta” a própria companhia, na medida em que pratica os atos que são externalizados no mundo jurídico como atos da pessoa jurídica<sup>47</sup>. Ou seja, em certa medida, ao praticar atos regulares de gestão, o administrador “é” a companhia.

Ademais, a atuação dos administradores não está circunscrita a um ou mais atos específicos e delimitados, como tradicionalmente verifica-se em instrumentos de mandato. Estão eles encarregados da prática de “todos os atos necessários à gestão econômico-patrimonial da sociedade, formando um autêntico centro de poderes”<sup>48</sup>, os quais, diferentemente daqueles outorgados em um instrumento de mandato, não podem ser delegados a terceiros.

Nesse sentido, a relação entre administrador e companhias – dentre elas, por evidente, as abertas – passa a ser explicada como aquela existente entre uma entidade e seus órgãos:

O diretor não é mandatário da sociedade. Como seu administrador, exerce o poder legal de manifestar a vontade dela. Não há dualidade entre o titular do órgão - o diretor - e a companhia. Na realidade, não existe representação, mas a corporificação da companhia, pelo seu diretor, nas obrigações contraídas pela sociedade<sup>49</sup>.

<sup>46</sup> Conforme salienta Antônio Menezes Cordeiro, “a doutrina do mandato já não tem, hoje, defensores. É mesmo um lugar-comum criticá-la”. CORDEIRO, Antônio Menezes. **Manual de Direito das Sociedades** *apud* ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 4

<sup>47</sup> MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Tomo I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 385. No mesmo sentido, Tavares Guerreiro salienta o entendimento de Giancarlo Frè, “o órgão administrativo é previsto como um elemento necessário, constitutivo do ente social. Impossível, efetivamente, adotar outro conceito, uma vez que a vontade social, expressa nas deliberações assembleares, necessita de meios próprios de exteriorização”. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, p. 71, 1981.

<sup>48</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 35.

<sup>49</sup> Conforme indicam: BULGARELLI, Waldírio. **Apontamentos sobre a Responsabilidade dos Administradores das Companhias**. São Paulo: Justitia, jan./mar. 1983, p. 85. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, p. 71, abr./jun., 1981. Ainda sobre o tema: “A ideia da administração como órgão (não derivada diretamente da teoria organicista pura de O. V. Guerke mas ajustada à moderna estrutura societária), tem a sua consagração mais expressiva e definitiva, na *Aktiengesetz* alemã, de 1937. Também segundo os autores, essa concepção organicista foi acolhida pelo Código Civil Italiano de 1942 (art. 2.363 e seguintes), pela lei espanhola de sociedades anônimas de 1951 (art. 71 e seguintes), tacitamente pela lei francesa de sociedades comerciais 66-537, de 24.07.66, assim como foi mantida

Como se verifica, os administradores são reconhecidos como órgãos permanentes da sociedade anônima, gestores do patrimônio social, que, ao desempenharem funções internas deliberativas e executivas ou ao conduzirem atividades externas na relação com terceiros, praticam atos que são imputados diretamente ao ente jurídico no qual exercem seus cargos<sup>50</sup>.

Este entendimento a respeito da relação entre administrador e companhia tem origem na chamada teoria organicista<sup>51</sup>, a qual reconhece que a sociedade anônima exerce a sua capacidade de agir por intermédio de seus órgãos, experimentando na sua esfera jurídica os efeitos da atividade, que lhe é própria, mas desenvolvida pelos órgãos sociais. Dessa forma, como salienta Adamek, conforme sustentado pela teoria organicista, a “completa identificação entre a pessoa jurídica e os seus órgãos (considerados como partes daquela)” impede a configuração de “duas vontades distintas, mas identificadas em uma única vontade - a da pessoa jurídica”<sup>52</sup>.

---

pela *Aktiengesetz* de 06.09.1965 e, no Brasil, pelo Decreto-lei nº 2.627/1940.” 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. 56.

<sup>50</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por Ações**. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 1942, p. 275. BULGARELLI, Waldírio. **Apontamentos sobre a Responsabilidade dos Administradores das Companhias**. São Paulo: Justitia, jan./mar. 1983, p. 90.

<sup>51</sup> Para Otto Gierke, a pessoa coletiva age por meio de órgãos, e os atos praticados pelos titulares dos órgãos devem ser considerados como atos da própria pessoa jurídica. Naturalmente, se o titular do órgão social pratica um delito, a autora de tal ilícito é a própria sociedade. Na representação orgânica, à diferença da representação contratual, a pessoa que ocupa o cargo do órgão não se apresenta como sujeito agindo em nome de outro, pois não há uma ligação externa entre mandatário e mandante. GIERKE, Otto. **Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung**. Berlim: Weidmannsche, 1887, p. 603.

<sup>52</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 11-12. O autor indica que “na atualidade, todavia, os adeptos da moderna teoria orgânica têm por assente que, do caráter, orgânico do vínculo estabelecido entre a administração e a sociedade, não se poderia mesmo ir tão longe a ponto de pretender recusar a possibilidade da existência de relações jurídicas entre a pessoa jurídica e os titulares dos órgãos. As teorias agrupadas sob a classe das teorias contratualistas apresentam entre si o traço comum de divisarem, no vínculo jurídico existente entre os membros dos órgãos de administração e a companhia, a existência de um contrato. [decorrente – de forma unilateral ou bilateral – do ato de nomeação e da aceitação para atuação pelo administrador]”. A partir de tais constatações, aponta seu entendimento a respeito da natureza do vínculo que se cria entre administradores e sociedades anônimas: “atualmente, inclinamo-nos no sentido de aceitar que a vinculação do titular de órgão de administração ocorra por força de contrato (não cremos que nomeação e aceitação constituam atos unilaterais autônomos). Também propendemos a entender que a origem dos poderes e das responsabilidades dos administradores é, mediamente, o contrato de sociedade, a cuja execução o administrador deve se dedicar. Segue-se daí que a responsabilidade do administrador para com a sociedade é de índole contratual (violação do contrato de sociedade)”.

Ou seja, uma vez que o administrador desempenha suas funções como órgão da sociedade e a atividade por ele desenvolvida é a manifestação da vontade da sociedade<sup>53</sup>, os riscos de danos advindos de sua atuação podem significar potenciais lesões praticadas pela própria sociedade. Essa situação, por evidente, é potencializada nas companhias abertas – ainda mais naquelas em que há efetiva dispersão do capital acionário –, pois a atuação dos administradores e a imputação de seus atos à sociedade são mais evidentes.

Diante da ausência do acionista na condução do dia-a-dia dos negócios sociais ou, no caso das companhias com capital disperso, de não haver influência orientadora do controlador sobre os administradores, a imputação dos efeitos dos negócios sociais às atividades por eles desenvolvidas torna-se automática.

Assim, a premissa fundamental da relação entre administradores e sociedade anônima é a de que os atos por eles praticados são atos da companhia. No entanto, o artigo 158 da Lei nº 6.404/1976 – como já o fazia o artigo 121 do Decreto-lei nº 2.627/1940 – indica que os próprios administradores podem responder, com seu patrimônio pessoal, por atos desempenhados no exercício das funções a eles atribuídas pelo estatuto ou pela lei<sup>54</sup>.

Ou seja, o legislador societário reconhece que, diante de determinadas circunstâncias, pode haver o rompimento do vínculo orgânico que existe entre o administrador e a sociedade anônima, de modo que os atos por ele praticados deixam de ser atos da companhia e passam a ser atos a eles próprios imputados. Nesse sentido, o desfazimento deste liame não constitui uma mera determinação do legislador de 1976, mas o reconhecimento de uma realidade fática.

A conexão orgânica entre o administrador e a companhia, em sua atuação enquanto órgão, pode cessar, pois, ainda que membro da administração, o administrador não perde a sua qualidade de pessoa natural titular de um cargo.

---

<sup>53</sup> “A vontade expressa pelos administradores, quando realizam atos normais relativos à gestão da sociedade, é a vontade da pessoa jurídica, não a sua própria, donde poder o interesse da pessoa jurídica ultrapassar ou contrariar, mesmo, os interesses particulares dos administradores”. MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 595.

<sup>54</sup> “Corolário do que vimos dizendo vem a ser o sistema das responsabilidades no tocante aos deveres de administração ordinária e extraordinária. Na verdade, tanto os membros do Conselho quanto os Diretores, enquadram-se nas disposições do art. 158, tanto no que concerne às faltas de gestão por infração da lei, quanto aquelas derivadas de norma estatutária”. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Administração: ordinária e extraordinária*. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **A Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 199.

Com efeito, o administrador não “é” o órgão, mas o instrumento de execução das funções que são conferidas ao órgão<sup>55</sup>. De fato, o órgão tem atribuições legais, enquanto as pessoas que exercem as funções a ele atribuídas têm obrigações<sup>56</sup>.

Isto significa que é por intermédio dos órgãos que a companhia se organiza internamente e por meio deles que ela estabelece suas relações com o mundo externo. Os administradores, todavia, constituem o veículo para o desempenho das atribuições dos órgãos, mas pessoalmente são indivíduos designados para ocupar cargos, que devem observar os deveres que a lei lhes impõe<sup>57</sup>.

Ainda que as relações entre administradores e companhias – em especial, as abertas – possam apresentar-se como de "horrible complexité"<sup>58</sup>, a lei societária brasileira, tal como outros diplomas internacionais, estabelece um critério diferenciador entre a responsabilidade da sociedade anônima pelos atos praticados pelos administradores quando no exercício das funções atribuídas a seus órgãos e aquela que deve ser imputada pessoalmente aos administradores.

A linha distintiva entre os atos lesivos imputados à companhia aberta e aqueles atribuídos ao próprio administrador está no *caput* do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, que

---

<sup>55</sup> Nesse sentido, cabe mencionar que alguns autores identificam, a partir do ato de nomeação do administrador e da atribuição a ele do exercício de um cargo, um avanço da teoria organicista. Com efeito, Marcelo Adamek reconhece que a doutrina passa a identificar a relação administrador-sociedade a partir de um vínculo jurídico-contratual e outros com base em um negócio jurídico unilateral. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 195.

<sup>56</sup> “Quer dizer, mesmo que a vontade do órgão administrativo seja juridicamente imputada à entidade coletiva, os titulares ou portadores desse órgão não perdem as suas respectivas individualidades, não se confundindo a sua responsabilidade, individual ou solidária, com a responsabilidade da pessoa coletiva, de cujo órgão são membros e cuja vontade expressam”. 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. 212. No mesmo sentido, "é particularmente complexa porque se trata de explicar duas realidades conexas, mas distintas: a) a natureza da administração como órgão da pessoa coletiva, isto é, a posição da administração como elemento integrante da pessoa coletiva, justificando os poderes dos administradores ou do conselho de administração para agir em nome da sociedade (perante os sócios, os membros dos órgãos e terceiros) e fundamentando a imputação desses atos e/ou dos seus efeitos à própria sociedade; b) A natureza da relação de administração, entre os administradores e a pessoa coletiva, e do ato constitutivo dessa relação, de cuja qualificação depende, em última análise, a determinação das normas subsidiariamente aplicáveis e, do mesmo passo, o estatuto dos administradores, isto é, os direitos e deveres dos administradores, como tais, perante a sociedade". ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 30.

<sup>57</sup> Importante notar que, a depender do órgão em que exerça atividades – Conselho de Administração ou Diretoria –, a responsabilidade do administrador pode ser individual ou de caráter coletivo, uma vez que o primeiro constitui um órgão cujas deliberações são de natureza colegiada.

<sup>58</sup> LE CANNU, Paul. **Droit des sociétés**. n. 1.161., 2. ed. Paris: Montchrestien, 2003, p. 731.

prevê não ser o administrador “pessoalmente responsável” pelas obrigações contraídas em nome da sociedade em virtude da prática de “ato regular de gestão”.

### 1.3.3. Atos “da” Companhia e Atos “do” Administrador

Embora a expressão “ato regular de gestão” não tenha sido definida pela Lei das S.A., o critério para a atribuição à esfera pessoal do administrador dos atos praticados no exercício das funções do órgão do qual é membro deve ser a prática das atividades nos exatos limites de suas competências e sem violação da lei ou do estatuto social<sup>59</sup>.

Ainda que muitas das atribuições dos administradores estejam listadas na lei societária e no estatuto social da companhia aberta, evidentemente tais instrumentos não exauram a previsão sobre os atos que podem ser praticados concretamente pelo administrador. Em vista disso, o exame do que consiste o ato regular praticado no desempenho das funções de gestão pelo administrador não recai sobre condutas previamente definidas. Na verdade, deve-se levar em consideração o objeto social estatutário e o “enfoque finalístico do interesse social”<sup>60</sup>. Ou seja, trata-se de examinar a pertinência do ato praticado pelo administrador quanto às atividades próprias da companhia e à salvaguarda da finalidade lucrativa e dos objetivos dos demais *stakeholders* que em torno dela gravitam.

Esta análise mostra-se relevante, em especial, nos momentos em que houver ruídos na administração da companhia e indícios de que o administrador não está desempenhando devidamente as funções atribuídas a seu cargo. De fato, não há qualquer interesse das sociedades anônimas em que o veículo por meio do qual expressa sua vontade desvirtue e que ele deixe de exercer suas atribuições com vistas à satisfação do objeto e dos interesses sociais<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> De forma sucinta, podem ser assim definidos atos regulares de gestão: “aqueles que são praticados pelos administradores regularmente eleitos e empossados dentro de suas atribuições e de acordo com os poderes que lhes são conferidos pela LSA ou pelo estatuto, respeitada a respectiva competência e o objeto social da companhia”. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 874. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 173.

<sup>60</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, p. 75, abr./jun., 1981.

<sup>61</sup> A respeito da prática pelos administradores de companhias de atos que extrapolem os limites do objeto social, a doutrina indica: “quando os referidos estatutos sejam submetidos a interpretação ampliativa não caibam nem mediata nem imediatamente, no âmbito do objeto dos negócios da entidade, [os atos] são considerados como *ultra vires*, e portanto “void even if agreed to by the members” (...) “No Direito inglês, é considerado como ainda prevalente o princípio *ultra vires*, com a conseqüente limitação à responsabilidade da pessoa jurídica. Não obstante, no próprio Direito inglês, procura-se ladear os inconvenientes da doutrina *ultra vires* não apenas

Em vista disso, além de estabelecer o critério distintivo de atos atribuíveis à companhia e atos imputados à pessoa do administrador, a Lei nº 6.404/1976 previu que, ao praticar atos considerados como não regulares de gestão, os administradores poderão responder com seu patrimônio pessoal pelos danos que de sua conduta advierem.

Como se verifica, o sistema de responsabilidade disciplinado pelos artigos 158 e 159 da lei societária brasileira representa, ao lado dos deveres impostos legalmente aos administradores, freios e contrapesos à liberdade de atuação e aos amplos poderes que lhes são legalmente conferidos<sup>62</sup>.

Com efeito, não faria sentido que, desfeito o liame orgânico, o administrador pudesse se valer da “casca” protetora da companhia para que ele pudesse se furtar à responsabilidade por atos que não guardassem pertinência com o objeto ou com os interesses da sociedade. A esse respeito:

consumada a cisão entre propriedade e gestão, os administradores das sociedades anônimas, não só ocuparam posição-chave na vida econômica das comunidades, como vieram a acumular poderes imensos por lidarem com interesses de numerosas pessoas. Tornou-se, em consequência, imprescindível a organi-ordenação legal da responsabilidade que devem ter pelos atos praticados no exercício da gestão que lhes incumbe<sup>63</sup>.

Diante disso, o estudo da responsabilidade dos administradores de companhias abertas não engloba somente o exame de atos praticados por um indivíduo e o dever de reparação daí decorrente ou ainda a análise do descumprimento de obrigações assumidas em relações bilaterais<sup>64</sup>. Trata-se de análise que vai além e representa a identificação do

---

com a redação de Estatutos que prevêm âmbito amplo de atividades, como também através de redação estatutária que permita amplo entendimento do campo de atividades da entidade através de critérios subjetivos como os que mencionam os atos necessários ao desempenho de suas funções, conforme a opinião dos membros da Diretoria”. OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **A Dupla Crise da Pessoa Jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979, pp. 141-142.

<sup>62</sup> LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 869. No mesmo sentido, “A responsabilidade dos administradores constitui-se, na pertinente constatação de na ‘garantia de que o exercício da administração seja exercido corretamente no interesse da sociedade’”. FRANZONI, Massimo. **La Responsabilità Civile degli Amministratori di Società di Capitali**. v. XIX. Padova: Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell’Economia, 1994, p. 2. *apud* LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. E ainda: CALERO, Fernando Sánchez. **Los Administradores de las Sociedades de Capital**. 2. ed. Pamplona: Arazandi, 2007, p. 308.

<sup>63</sup> GOMES, Orlando. Responsabilidade dos Administradores das Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XI, n. 8, p. 11, abr./jun., 1972.

<sup>64</sup> Cabe ressaltar que, por algum tempo, discutiu-se se a responsabilidade civil dos administradores seria contratual ou extracontratual, isto é, aquiliana. No entanto, como esclarece a doutrina, esse debate tinha pouca utilidade prática, razão pela qual abstém-se de tecer comentários mais profundos a seu respeito: “os embates registrados nessa matéria longe estão de ter a importância que no discurso doutrinário se lhe tende a atribuir,

rompimento de uma das relações fundamentais da vida da sociedade anônima, que produz efeitos para além da esfera de interesses do administrador e da companhia.

Especialmente na companhia aberta, em que uma gama significativa de terceiros – e mesmo os próprios acionistas – pode ter interesses afetados pelos atos praticados pelos administradores e pelas múltiplas e intrincadas relações jurídicas que se formam, é fundamental o exame da responsabilidade do administrador, já que perdas patrimoniais consideráveis podem afetar não só a sociedade, mas todos os demais interessados.

Sendo, portanto, o sistema de responsabilidade um meio de controle da atuação dos administradores e o conceito de ato regular de gestão o norte interpretativo para lhes imputar as obrigações de reparação<sup>65</sup>, deve-se verificar, mais detalhadamente, como a lei societária estruturou tal sistema.

#### 1.4. HIPÓTESES LEGAIS DE RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES

O artigo 158 da Lei nº 6.404/1976 constitui a base do sistema de responsabilidade patrimonial dos administradores de sociedades anônimas. A lei societária disciplina os casos em que o administrador de uma companhia – aberta ou fechada – poderá ser obrigado a reparar, com seu patrimônio pessoal, os danos provocados a partir das atividades por ele desempenhadas, enquanto integrante dos órgãos da companhia. As hipóteses disciplinadas no referido dispositivo, no entanto, não afastam outras modalidades de responsabilidade dos administradores.

---

simplesmente porque as diferenças entre a responsabilidade civil obrigacional e aquiliana também não são tão significativas como antes se supunha, inclusive porque, em ambos os casos, a fonte da responsabilidade civil continua sendo sempre a violação de uma obrigação preexistente”. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 196.

<sup>65</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 172-173.

Nesse sentido, os administradores devem também observar as normas de natureza administrativa<sup>66</sup>, tributária<sup>67</sup>, ambiental<sup>68</sup>, trabalhista<sup>69</sup> e penal<sup>70</sup> ao exercerem suas funções nas sociedades anônimas, destacando-se que, em companhias abertas, tais normas lhes impõem exigências mais rigorosas quanto aos padrões de conduta a serem observados<sup>71</sup>.

<sup>66</sup> BRASIL. Lei nº 6.385/1976, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm). Acesso em: 26.12.2019.

Dentre outras hipóteses, cabe mencionar a competência da CVM para apurar e impor sanções aos administradores de companhias abertas. Nesse sentido, a Lei nº 6.385/1976 estabelece que: “Artigo 9º. A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no §2º do art. 15, poderá: (...) V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.”

Ainda de acordo com a referida Lei, podem ser aplicadas as seguintes penalidades aos administradores: (i) advertência, (ii) multa, (iii) suspensão ou inabilitação temporária, até o máximo de 20 anos, para o exercício do cargo de administrador de companhias abertas; (iv) proibição temporária, até o máximo de 10 anos, para atuar, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. Quando da elaboração desta Tese, Em caso de aplicação de pena de multa, esta não poderá exceder o maior dos seguintes valores: (i) R\$ 50 milhões; (ii) o dobro do valor da emissão ou operação irregular; (iii) três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência da irregularidade; ou (iii) o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.

<sup>67</sup> BRASIL. Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 27 de outubro de 1966. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/15172.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15172.htm). Acesso em: 10.12.2019. Embora o artigo 135 do Código Tributário Nacional estabeleça que “são pessoalmente responsáveis pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos (...) III - os diretores, gerentes ou representantes de pessoas jurídicas de direito privado”, o Superior Tribunal de Justiça tem entendimento consolidado no sentido de que o diretor não responde pelo inadimplemento de obrigações tributárias da companhia, salvo se ficar comprovado que agiu de forma dolosa ou fraudulenta ou em violação a dispositivo legal ou estatutário.

<sup>68</sup> BRASIL. Lei nº 9.605/1998, de 12 de fevereiro de 1998. Dispõe sobre as sanções penais e administrativas derivadas de condutas e atividades lesivas ao meio ambiente, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de fevereiro de 1998. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/19605.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/19605.htm). Acesso em: 09.12.2019. De acordo com a Lei nº 9.605/1998, a responsabilidade da sociedade anônima por danos causados ao meio ambiente pode ser apurada na esfera administrativa, criminal e cível, sendo que as pessoas naturais – dentre elas, por evidente, os administradores – que concorrerem para a prática dos referidos danos também podem ser por eles responsabilizadas.

<sup>69</sup> A jurisprudência trabalhista também entende que o diretor de sociedade anônima somente é responsável pelos débitos trabalhistas quando for comprovado que tenha agido com culpa ou dolo ou com violação da lei ou do estatuto social, nos termos do artigo 158 da lei societária. De qualquer modo, a responsabilidade do diretor ou membro do conselho de administração é subsidiária em relação à companhia, isto é, o administrador somente poderá ser chamado a responder pela dívida caso fique demonstrado que a companhia não tenha bens para honrar as suas obrigações.

<sup>70</sup> Como exemplo, vale destacar que a Lei nº 6.385/1976 qualifica como crime, em seu artigo 27-D, “Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários (...)”. Uma vez que os administradores estão diretamente envolvidos na condução dos negócios sociais da companhia, normalmente, eles têm conhecimento – antes mesmo dos acionistas – de informações que podem impactar de forma determinante as atividades da sociedade anônima e, portanto, constituem destinatários da proibição da prática de *insider trading*.

<sup>71</sup> Por exemplo, os administradores de companhias abertas devem observar as normas editadas pela CVM e aqueles que desempenham funções em sociedades cujas ações estejam listadas nos segmentos do Novo Mercado ou do Nível 2 da B3 S.A. devem ainda obedecer às normas constantes dos regulamentos desses mercados.

Quando atua com vistas à satisfação do objeto e dos interesses sociais, o administrador pratica ato regular de gestão, isto é, age em conformidade com as obrigações que lhes são atribuídas pela lei e pelo estatuto social. Contudo, de acordo com o artigo 158 da Lei das S.A., o administrador poderá responder com seus próprios bens pelos prejuízos que causar quando, no exercício do cargo em sociedades anônimas, atuar (i) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; ou (ii) com violação da lei ou do estatuto<sup>72</sup>.

#### 1.4.1. Atuação do Administrador com Culpa ou Dolo

Com relação à primeira hipótese de responsabilidade civil, a lei societária previu a responsabilidade subjetiva do administrador, cuja configuração exige do autor da ação reparatória a comprovação de o administrador ter agido com culpa ou dolo<sup>73</sup>.

A interpretação da expressão “culpa ou dolo”, em virtude da falta de indicação expressa de um significado preciso pela lei societária, deve levar em consideração a orientação geral de direito civil, devidamente sopesada com as particularidades do direito societário.

Nesse sentido, conforme a doutrina indica o “dolo se configura nas violações do direito cometidas voluntariamente pelo agente, com a representação do resultado e a execução consentida dos atos capazes de causá-lo”<sup>74</sup>. Isto significa que, em eventual ação de perdas e danos proposta contra o administrador com base em atos por ele praticados no

---

<sup>72</sup> BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627/1940, de 26 de setembro de 1940. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1 de outubro de 1940. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del2627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm). Acesso em: 09.12.2019. O Decreto dispunha de forma semelhante sobre a matéria: “Artigo 121. Os diretores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que contraírem em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão. §1º Respondem, porém, civilmente, pelos prejuízos que causarem, quando procederem: I, dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II, com violação da lei ou dos estatutos”.

<sup>73</sup> Catarina Pires Cordeiro esclarece que, no direito português e em outros sistemas jurídicos, também se examina elementos volitivos do agente, como a culpa e o dolo: “Em primeiro lugar, o administrador responde porque provoca um dano com a adoção de uma conduta ilícita. A reprovação ética que a ordem jurídica concita emerge da preterição de deveres específicos para com a sociedade. Em segundo lugar, em princípio, a negligência não basta para poder responsabilizar o administrador por actos praticados no exercício das suas competências e que lesem a esfera jurídica dos sócios: a conduta deve ser dolosa. Esta solução não causa estranheza tendo sido acolhida, conforme referido, na legislação espanhola pretérita. A doutrina portuguesa é dominante no sentido da responsabilização do administrador na eventualidade de negligência grave”. CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. **Revista O Direito**, n. 137, v. I, 2005, p. 119.

<sup>74</sup> RÁO, Vicente. Banco. Liquidação Extrajudicial – Responsabilidade Solidária dos Diretores – Requisitos Legais para o Sequestro dos seus Bens – Hipótese em que não deve ser decretado. Parecer. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 256, 1956, pp. 48-59 *apud* LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

exercício de cargo no conselho de administração ou na diretoria de companhias abertas, o autor deve comprovar a existência de astúcia ou malícia no modo de agir, que indiquem que o administrador, deliberadamente, atuou com o intuito de violar direito alheio ou de causar prejuízo ao patrimônio de outrem, em proveito próprio ou de terceiros.

Cabe ressaltar que, embora a descrição de uma conduta dolosa seja, em tese, de fácil compreensão, em virtude do subjetivismo do elemento volitivo manifestado pelo autor do dano, na prática, sua comprovação é altamente complexa.

A culpa, por sua vez, deve ser entendida como a violação de um dever jurídico, abrangendo condutas negligentes, imperitas ou imprudentes, cujo exame, no âmbito da responsabilidade societária, deve ser norteado pelo dever de diligência<sup>75</sup>. Com efeito, ainda que a lei societária não tenha previsto expressamente, o comportamento culposo é aquele em que o agente deixa de observar os *standards* de conduta dele esperados<sup>76</sup>, os quais, no âmbito de companhias abertas, estão substancialmente baseados no dever de diligência:

A chave interpretativa do sistema de responsabilidade dos administradores das companhias é o dever de diligência, previsto no artigo 153 da LSA. É ele o guia seguro que permitirá a aplicação adequada e justa do sistema de responsabilidade dos administradores, que, se bem aplicado, a um só tempo não permitirá que se cometam excessos e que se entorpeça a ação, sem deixar os administradores negligentes livres de qualquer responsabilidade<sup>77</sup>.

Como se verifica, a apreciação da culpa pressupõe revisitar o conceito do dever de diligência imposto ao administrador, pois tal dever constitui o norte interpretativo das situações que podem resultar na configuração da responsabilidade nos termos do artigo 158 da Lei das S.A..

#### 1.4.2. O Dever de Diligência

O objeto da presente Tese não é examinar os deveres dos administradores das companhias abertas, mas sim a sua responsabilidade civil e, em especial, os danos que podem

---

<sup>75</sup> “A culpa *lato sensu* (culpa ou dolo), referida na lei acionária, corresponde à culpa civil (CC, art. 186). Mas, para bem caracterizá-la, é necessário recorrer ao standard específico do dever de diligência (LSA, art. 153)”. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 213.

<sup>76</sup> EIZIRIK, Nelson. **Comentários à Lei das S.A.** v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 176.

<sup>77</sup> LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 870.

ser objeto de reparação. No entanto, como o dever de diligência constitui peça central para a imposição do dever de indenizar, é necessário tecer breves comentários sobre ele<sup>78</sup>.

De acordo com o artigo 153 da Lei nº 6.404/1976, o administrador de sociedade anônima atua de forma diligente quando adota, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios<sup>79</sup>. Trata-se, com efeito, de uma cláusula geral, que pela própria dicção do texto legal necessita de complementações para que goze de efetividade.

Originalmente, entendia-se que o administrador desempenhava as funções de forma diligente ao atuar em consonância com o paradigma de comportamento do homem médio, desprovido de conhecimentos técnicos, que executasse suas atribuições de forma responsável<sup>80</sup>. No entanto, em decorrência das complexas relações societárias, especialmente nas companhias abertas com ações negociadas no mercado de valores mobiliários – suas atividades são objeto de distintos interesses (acionistas, trabalhadores,

---

<sup>78</sup> A análise específica do dever de diligência não significa qualquer negligência da Tese quanto aos demais deveres que são impostos aos integrantes do conselho de administração e da diretoria de companhias abertas, quais sejam o de atuar segundo as atribuições e sem desvio de finalidade (artigo 154), o de lealdade (artigo 155), o de não agir com conflito de interesses (artigo 156) e o de informar (artigo 157). O estudo do dever de diligência decorre de ele ser indicado como o norte interpretativo do exame culpa do administrador.

<sup>79</sup> Sobre o tratamento e o conceito do dever de diligência no direito comparado, Catarina Pires Cordeiro esclarece: “No Direito francês, os deveres de diligência e de lealdade são retirados a contrario sensu da interpretação do artigo 244.º da lei das sociedades anónimas, o qual, como vimos, responsabiliza os administradores pelas infracções aos deveres legais e regulamentares, pela violação de normas estatutárias e pelas fautes de gestion. Diversamente, o § 93.1 AktG fixa que os administradores, na sua actividade de gestão, devem proceder com o cuidado de um gestor ordenado e consciencioso e guardar silêncio em relação a elementos confidenciais ou secretos da sociedade. Trata-se de deveres perante a sociedade, que convocam uma ideia de profissionalização. A diligência é considerada um critério objectivo do qual resultam adstrições, cuja violação pode ser fonte de responsabilidade civil, sendo invocado o interesse social como critério conformador da conduta diligente. Além da referida norma, o § 93.3 AktG contém um elenco exemplificativo de actuações ilícitas dos administradores, como a execução de um aumento de capital irregular ou a actuação em conflito de interesses. Em Espanha, o artigo 127.º da LSA determina que os administradores devem desempenhar o seu cargo com a diligência de um gestor ordenado e de um representante leal. Certa doutrina tem distinguido, dentro do dever de diligência, os deveres de informação, de investigação e de vigilância, sendo comum o afastamento entre diligência e perícia. A lealdade, por seu turno, é identificada com a exigência de o administrador não obter para si benefícios ou vantagens, a expensas da sociedade. No ordenamento italiano, dispõe o artigo 2392.º do Codice Civile que os administradores devem cumprir os deveres que lhes sejam impostos pela lei ou pelos estatutos com a diligência do mandatário. A doutrina tem sublinhado que a diligência esperada o administrador não se resume à do bom pai de família, exigida ao mandatário, devendo valorar-se de acordo com a natureza da actividade exercida. Este aspecto foi clarificado pela nova redacção dada ao artigo 1176.º, n.º 2, do Codice, nos termos do qual os administradores devem cumprir os deveres a que estão adstritos por força da lei ou dos estatutos com a diligência exigida pela natureza da actividade e pela sua específica competência. A orientação prevalente é a de que o dever de diligência encontra limites, devendo excluir a perícia: o administrador não é obrigado a possuir especiais qualificações técnicas que lhe permitam otimizar a gestão da empresa.” CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. *Revista O Direito*, n. 137, I, 2005, p. 99.

<sup>80</sup> PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 51-52.

credores, potenciais investidores, etc.) – o padrão de conduta exigido do administrador diligente passa a ser compreendido a partir de uma atuação profissional e competente<sup>81</sup>.

Como indica Nelson Eizirik, o cumprimento do dever de diligência pressupõe que o administrador adote “em uma determinada situação concreta, a conduta que, razoavelmente, se poderia esperar de outro administrador competente que estivesse ocupando seu cargo”<sup>82</sup>.

Embora atribuir o conceito do dever de diligência ao padrão de conduta de um administrador competente indique comportamento mais elaborado do que o esperado do homem médio, não há como negar que a definição de tal dever continua a ser um tanto abstrata. Em vista disso, para que o intérprete e o aplicador do direito possam ter maior segurança na definição das hipóteses em que, mesmo praticando atos de gestão, o administrador possa ser responsabilizado por ter agido de forma culposa, deve-se recorrer ao que a doutrina denomina “subdeveres”, bem como à verificação da adoção de procedimentos concretos que materializam tais “subdeveres”.

Segundo a doutrina e a experiência internacional, o cumprimento do dever de diligência deve ser examinado a partir da satisfação de subdeveres, quais sejam, (i) o de se qualificar para o exercício do cargo; (ii) o de bem administrar; (iii) o de se informar; (iv) o de investigar; e (v) o de vigiar<sup>83</sup>.

O primeiro deles – de se qualificar para o exercício do cargo – exige que o administrador tenha ou adquira conhecimentos essenciais sobre os negócios desenvolvidos

---

<sup>81</sup> A CVM já apreciou, em diversas oportunidades, acusações de descumprimento do dever de diligência por parte dos administradores de companhias abertas, tendo se manifestado sobre a sua caracterização: “Apesar de ampla, a literatura acerca do dever de diligência traz, na maior parte das contribuições, a sua caracterização como um dever amplo, aberto, que deve ser avaliado levando-se em conta o caso concreto, específico. Ou seja, não há o que se falar em um comportamento diligente genérico, para todos os casos. Apesar de existirem diversos procedimentos comuns e boas práticas, empresas distintas demandam soluções diferentes”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008. Acusados: Adriano Lima Ferreira, Alcides Lopes Tápias, Cassio Casseb Lima, Diva Helena Furlan, Eduardo Fontana D’Ávila, Everaldo Nigro dos Santos, Francisco Silvério, Morales Céspedes, José Marcos Konder Comparato, Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues, Marcelo Fontana, Norberto Fatio, Roberto Faldini, Vicente Falconi Campos e Walter Fontana Filho. Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2010.

<sup>82</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 353 e ss.

<sup>83</sup> Sobre os “subdeveres” em que se divide o dever de diligência, ver: CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord). **Direito das Companhias**. v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009. PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. YAZBEK, Otavio. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: Um Exercício e Alguns Desafios. *In*: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Temas Essenciais de Direito Empresarial**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, p. 942.

pela companhia, não sendo, contudo, exigível que ele tenha conhecimento específico sobre cada uma das atividades desempenhadas pela sociedade<sup>84</sup>.

Ou seja, o administrador não precisa ser um técnico altamente especializado em todas as matérias que possam ser submetidas a sua apreciação, mas sim uma pessoa com conhecimentos amplos sobre os negócios da sociedade anônima na qual desempenha suas funções, de modo a ter condições mínimas de decidir de maneira refletida e responsável e supervisionar os negócios sociais<sup>85</sup>.

O subdever de bem administrar, por sua vez, exige do administrador uma atuação visando à consecução do interesse da sociedade, respeitados os limites do objeto social. Trata-se, em essência, do desempenho de atos regulares de gestão – tal como conceituados anteriormente –, os quais, todavia, não demandam do administrador a tomada de decisões que promovam resultados positivos para a companhia. De fato, a obrigação de bem administrar a companhia – em especial, as abertas que estão submetidas a diferentes flutuações na avaliação do mercado – consiste em uma obrigação de meio e não de resultado<sup>86</sup>.

Para que possa gerir devidamente a companhia, o administrador também deve estar bem informado sobre os negócios em que a sociedade se envolve. Ou seja, além de ter o conhecimento técnico a respeito das atividades da companhia, os administradores devem obter as informações necessárias e que estejam razoavelmente disponíveis para fundamentar os atos a serem praticados<sup>87</sup>.

---

<sup>84</sup> MAJO, José Oriol Llebot. **Los Deberes de los Administradores de la Sociedad Anónima**. Madrid: Civitas, 1996, p. 55. O autor remete a precedente da justiça dos Estados Unidos da América: Francis v. United Jersey Bank – 87 N.J 15, 432 A.2d 814 (1981), julgado nos Estados Unidos da América, que ficou bastante famoso por abordar este aspecto do dever de diligência, tendo concluído que “as a general rule, a director should acquire at least a rudimentary understanding of the business of the corporation. Accordingly, a director should become familiar with the fundamentals of the business in which the corporation is engaged”. (Tradução livre: “como regra geral, os conselheiros devem ter pelo menos conhecimento rudimentar sobre as atividades da sociedade anônima. Dessa forma, os conselheiros devem conhecer os fundamentos das atividades realizadas pela sociedade anônima”).

<sup>85</sup> RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 204.

<sup>86</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Obrigação de Melhores Esforços (Best Efforts). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 134, pp. 8-9, 2004.

<sup>87</sup> Segundo a CVM, uma decisão informada adotada pelo administrador é aquela baseada “nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443. Acusados: Carlos Eduardo Trois de Miranda, Felícia Leigh Bellows, Ivan Müller Botelho, Marcílio Marques Moreira, Maurício Perez Botelho, Omar Carneiro da Cunha Sobrinho, Ricardo Perez Botelho e Thomas Gregg Cauchois. Relator Marcelo Trindade. Rio de Janeiro, 21 de março de 2006.

Cabe ressaltar que, sob pena de a responsabilidade constituir um mecanismo rigoroso e por demais severo em relação à atuação dos administradores<sup>88</sup>, o exame da obrigação de se informar, para fins da apuração da sua culpabilidade quanto à determinada conduta lesiva, não significa que os administradores devam esgotar todas as fontes de informações, documentos e considerações a respeito da atividade que se pretenda realizar ou dos atos que venha a implementar.

Conforme indicado pela CVM, o exame da obrigação de se informar deve levar em consideração para a configuração da culpa do administrador e, por consequência, de sua responsabilidade, dentre outros fatores, o tempo disponível para a efetiva tomada de decisão e os custos demandados por uma eventual investigação mais detalhada a respeito das informações que lhes foram fornecidas<sup>89</sup>.

Em decorrência do dever de se informar, os administradores têm a obrigação de, a partir das informações e do conhecimento que obtêm, verificar se são suficientes ou se devem ser complementados. Ademais, os integrantes do conselho de administração e da diretoria devem envidar seus melhores esforços para identificar se, a partir de tais informações, há algum “sinal de alerta” de problemas que possam afetar a sociedade<sup>90</sup>. Com efeito, diante de eventuais “red flags”, tem o administrador o dever adicional de investigar, identificando a origem dos riscos, das condutas irregulares e de possíveis danos.

Ainda como norte interpretativo da culpabilidade dos administradores no âmbito da apuração de sua responsabilidade nos termos do artigo 158 da lei societária, deve ser verificado se os danos decorreram do descumprimento de sua obrigação de fiscalizar as

---

<sup>88</sup> SIMÕES, Paula Cristina Raposo Rodriguez Cabritz. **Os deveres de diligência e de lealdade dos administradores das sociedades anônimas**. Dissertação (Mestrado em Direito – Ciências Jurídico-Comerciais) – Universidade Católica Portuguesa. Lisboa, 1998, p. 115.

<sup>89</sup> “o gestor de companhia lida com restrições de tempo e de recursos que o levam a dedicar mais ou menos tempo a certas decisões, a realizar estudos mais ou menos aprofundados em cada caso, e isso faz parte de suas responsabilidades”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/0097. Acusados: Alexandre Beldi Netto, Antonio Fábio Beldi, Antonio Roberto Beldi, Araldo. Alexandre Marcondes de Souza, Fixcel S.A., Marco Antonio Beldi, Mário César Pereira de Araújo, Nelson Guarnieri de Lara, Ricardo de Souza Adenes e Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S.A..Relatora: Maria Helena de Santana. Rio de Janeiro, 15 de março 2007. No mesmo sentido, ver: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/1443. Acusados: Carlos Eduardo Trois de Miranda, Felícia Leigh Bellows, Ivan Müller Botelho, Marcílio Marques Moreira, Maurício Perez Botelho, Omar Carneiro da Cunha Sobrinho, Ricardo Perez Botelho e Thomas Gregg Cauchois. Relator Marcelo Trindade. Rio de Janeiro, 21 de março de 2006. “uma decisão negocial não pode ser analisada fora do contexto em que se insere, o que deixaria de considerar que o administrador, muitas vezes em virtude da escassez de tempo, precisa escolher quais serão as questões revistas e quais não serão analisadas”. Ambos disponíveis em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

<sup>90</sup> CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 131. PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 122.

atividades desenvolvidas pela companhia. Da mesma forma que o dever de informar não demanda do administrador o conhecimento de toda e qualquer informação a respeito da sociedade anônima, o dever de vigiar não determina que o administrador supervisione direta e detalhadamente todos os negócios ordinariamente desenvolvidos pela companhia, mas sim realize uma fiscalização geral dos negócios sociais e de suas políticas ou procedimentos internos<sup>91</sup>.

A identificação dos “subdeveres” representa avanço na precisão do comportamento dos administradores e nos desvirtuamentos que podem dar margem à sua responsabilidade. No entanto, conforme ensina Otavio Yazbek, a evolução recente do dever de diligência exige dos administradores a adoção de arranjos institucionais que permitam a verdadeira observância de tal dever<sup>92</sup>.

Segundo o autor relata, a partir do julgamento no ordenamento jurídico dos Estados Unidos da América do caso *Caremark*<sup>93</sup>, passou-se a consolidar, no sistema norte-americano, a ideia de que o adequado cumprimento do dever de diligência, em sua manifestação de supervisão pelo conselho de administração, deveria se dar a partir da criação de mecanismos de controles internos. A esse respeito, Otavio Yazbek faz referência ao entendimento do Chanceler Allen, no julgamento do caso *Caremark*:

thus, I am of the view that a director’s obligation includes a duty to attempt in good faith to assure that a corporate information and reporting system, which the board concludes is adequate, exists, and that failure to do so under some circumstances may, in theory at least, render a director liable for losses caused by non-compliance with applicable legal standards<sup>94</sup>.

---

<sup>91</sup> EISENBERG, Melvin. **The Duty of Care of Corporate Directors and Officers**. Pittsburgh: University of Pittsburgh Law Review, v. 51, n. 4, p. 954. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 354.

<sup>92</sup> YAZBEK, Otávio. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: Um Exercício e Alguns Desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Temas Essenciais de Direito Empresarial**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 949.

<sup>93</sup> Court of Chancery of Delaware, New Castle. *Caremark International Inc. Derivative Litigation* 698 A.2d 959. Data de julgamento: 25.09.1996. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/1996/13670-3.html>. Acesso em: 05.12.2019.

<sup>94</sup> (Tradução livre: Assim, consider que a obrigação do conselheiro engloba o dever de tentar, de boa-fé, assegurar que exista um sistema de informação e de relatórios corporativos, que o conselho considere adequado, e que o descumprimento de agir em conformidade com essa determinação possa, ao menos em teoria, fazer com que o conselheiro seja responsável pelas perdas causadas em decorrência da não observância dos standards legais). YAZBEK, Otávio. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: Um Exercício e Alguns Desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Temas Essenciais de Direito Empresarial**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 946.

Tal precedente revela que, no atual cenário de complexas relações societárias, os administradores, para bem gerirem uma companhia aberta e para cumprirem o dever de diligência, devem adotar e zelar pela implementação de controles internos.

Trata-se da denominada procedimentalização do dever de diligência, a qual tem sido consagrada em instrumentos jurídicos e de *soft law*. Nesse sentido, o *Cadbury Code* do *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* da Inglaterra, indica que “the directors should report on the effectiveness of the company’s system of internal control”<sup>95</sup>. No Brasil, o Código Brasileiro de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, em sua quinta edição, item 4.5, estabelece que “os agentes de governança têm responsabilidade de assegurar que toda a organização esteja em conformidade com os seus princípios e valores, refletidos em políticas, procedimentos e normas internas (...)”<sup>96</sup>.

Ademais, as companhias abertas brasileiras registradas na categoria A devem prestar informações em seus Formulários de Referência<sup>97</sup> a respeito de controles internos, bem como deverão, anualmente, apresentar o Informe de Governança Corporativa<sup>98</sup> que, em diversos itens, pede que sejam descritos os mecanismos de controles internos e sua utilização e, no caso de não adoção de tais controles, que se justifique o porquê de não os aplicar.

Como se verifica, o exame do cumprimento dos “subdeveres” do dever de diligência e a análise da implementação e da efetividade dos mecanismos e procedimentos internos da companhia para a concretização de tais “subdeveres” constituem os meios de

---

<sup>95</sup> Tradução livre: os conselheiros devem informar a efetividade do sistema de controles internos da companhia.

<sup>96</sup> Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015, p. 92.

“(g) A diretoria, auxiliada pelos órgãos de controle vinculados ao conselho de administração (comitê de auditoria, vide 4.1) e pela auditoria interna (vide 4.4), deve estabelecer e operar um sistema de controles internos eficaz para o monitoramento dos processos operacionais e financeiros, inclusive os relacionados com a gestão de riscos e de conformidade (*compliance*). Deve, ainda, avaliar, pelo menos anualmente, a eficácia do sistema de controles internos, bem como prestar contas ao conselho de administração sobre essa avaliação.

(h) O sistema de controles internos não deve focar-se exclusivamente em monitorar fatos passados, mas também contemplar visão prospectiva na antecipação de riscos. A diretoria deve assegurar-se de que o sistema de controles internos estimule os órgãos da organização a adotar atitudes preventivas, prospectivas e proativas na minimização e antecipação de riscos.”

<sup>97</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Artigos 24 e 29-A da Instrução CVM nº 480/2009, de 18 de novembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 09 de dezembro de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 10.12.2019.

<sup>98</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Anexo 29 da Instrução CVM nº 480/2009, de 18 de novembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 09 de dezembro de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 10.12.2019.

caracterização da conduta culposa dos administradores e, por consequência, de sua responsabilização na forma do inciso I do artigo 158 da Lei das S.A..

### 1.4.3. Atuação em Infração à Lei ou ao Estatuto Social

A segunda hipótese que o artigo 158 da Lei nº 6.404/1976 prevê como autorizativa da imputação da responsabilidade do administrador consiste na atuação “com violação à lei ou ao estatuto”.

É importante destacar que, embora o dispositivo se refira à “lei”, o administrador pode ser pessoalmente responsabilizado quando praticar atos que violem não somente a lei entendida em sentido estrito, mas também normas regulamentares ou diplomas legais de hierarquia inferior<sup>99</sup>.

Em vista disso, nas companhias abertas, que se submetem à regulação da CVM e naquelas que têm ações negociadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa e que devem observar os regulamentos de tais mercados emitidos pela B3 S.A., os administradores também podem responder civilmente por danos que tenham decorrido de condutas praticadas em infração às regras editadas por tais entidades.

A doutrina destaca que, aparentemente, o legislador teria incorrido em repetição desnecessária, ao prever que os administradores respondem nas hipóteses do inciso II do artigo 158, pois o descumprimento da lei ou do estatuto social consistiria em verdadeiro desvirtuamento da prática de atos regulares de gestão previstos no *caput*<sup>100</sup>. Ou seja, a prática de atos não regulares de gestão seria idêntica à atuação em infração à lei ou ao estatuto social.

---

<sup>99</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações. Comentários ao Decreto-Lei 2.627 de 26 de setembro de 1940.** v. II, n. 635, 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959 *apud* LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 876.

<sup>100</sup> “Realmente, enquanto o *caput* do art. 158 a tal se refere, o seu inciso II atribui responsabilidade civil ao administrador que haja violado a lei ou o estatuto. Ora, os únicos parâmetros admissíveis para a aferição da regularidade do ato de gestão são exatamente os preceitos da lei e às disposições do estatuto. Assim sendo, não há sentido para a duplicidade de condições, confundindo-se o ato irregular de gestão com o ato praticado com violação da lei ou do estatuto.” GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, p. 73, abr./jun., 1981. Sob a égide do Decreto-Lei 2.627/1940, Trajano de Miranda Valverde explicava a distinção entre as hipóteses de responsabilidade civil consagradas por aquele diploma: “Essa distinção, que a doutrina com assento no direito positivo, nem sempre é certo, explícito, tem admitido, encontra o seu fundamento nos princípios que regulam o mecanismo administrativo da sociedade anônima e procuram assegurar o seu regular funcionamento. Mas, a distinção perderia de valor se, como geralmente se admite houvesse necessidade de prova da culpa do diretor nos casos de violação da lei ou dos estatutos. Dir-se-á que a lei presume, nesses casos, a culpa do diretor, pelo que a ele incumbirá provar que a violação da lei ou dos estatutos resultou de circunstâncias especialíssimas, por ele não provocadas ou relativamente às quais não podia

Entretanto, alguns autores buscam explicar essa potencial inconsistência da lei, indicando que a previsão pelo artigo 158 da Lei das S.A. de duas situações em que o administrador poderia vir a ser chamado a responder pessoalmente pelos danos que decorrerem de sua conduta como gestor da companhia aberta teriam por fim (i) indicar quando há concorrência ou não de responsabilidades entre a sociedade e o administrador, e (ii) disciplinar os diferentes graus de culpabilidade do administrador e, conseqüentemente, as distintas formas de sua comprovação<sup>101</sup>.

Com relação a seu primeiro objetivo, a partir da segregação das hipóteses de responsabilidade civil do administrador, entende-se que a Lei das S.A. estabeleceu as seguintes regras: (i) tendo o dano decorrido da prática de ato regular de gestão, não há responsabilidade pessoal do administrador; e (ii) o patrimônio pessoal do administrador poderá ser utilizado para reparar os prejuízos quando ele culposamente descumprir obrigações impostas pela lei ou pelo estatuto social, sendo que: (a) os atos praticados em conformidade com suas atribuições obrigam a companhia perante terceiros; e (b) aqueles praticados sem a observância de suas atribuições, em princípio, não vinculam a companhia perante terceiros, sendo exclusiva a responsabilidade pessoal do administrador, salvo se (b.1) ratificados posteriormente, (b.2) implicarem em vantagem para a companhia, ou (b.3) sua preservação for necessária a amparar a posição de terceiros<sup>102</sup>.

A divisão das hipóteses da responsabilidade civil pelo artigo 158 da Lei nº 6.404/1976 teria também a finalidade de, em cada caso, disciplinar a culpabilidade do administrador. Nesse sentido, condutas enquadradas no inciso I do artigo 158 da Lei das S.A. dependeriam de comprovação da culpa ou do dolo do administrador – segundo os critérios fundamentados no dever de diligência acima expostos – por aquele que tenha sido vítima do dano.

Por outro lado, ficando caracterizado o ato ilícito, nos termos do artigo 158, inciso II, da lei societária, haveria presunção relativa da culpa do administrador. Neste cenário,

---

ele ter nenhuma influência, ou, ainda, que os prejuízos verificados ocorreriam em qualquer hipótese. É o princípio da inversão da prova, que a lei alemã de 1937, §84 nº 2, generalizou, mas que o decreto-lei só consignou no caso de prejuízos derivantes de ações ou omissões infringentes da lei ou dos estatutos." VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações. Comentários ao Decreto-Lei 2.627 de 26 de setembro de 1940**. 2. ed., v. II. Rio de Janeiro: Forense, 1959, n. 635. *apud* LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

<sup>101</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 219. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 174.

<sup>102</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 221.

inverte-se o ônus probatório, cabendo ao administrador demonstrar que, embora tenha violado a lei ou o estatuto, agiu sem culpa ou dolo<sup>103</sup>. Pode ainda o administrador comprovar que agiu contrariamente à lei ou ao estatuto por ter sido a única alternativa viável, diante das circunstâncias, para atender ao interesse social<sup>104</sup>.

A opção legislativa ao tratar de forma diferenciada a culpabilidade no caso de condutas que infrinjam as normas do estatuto social ou da lei é justificável, isso porque os administradores são profissionais e, no exercício das atribuições conferidas ao órgão, gerem patrimônio alheio, devendo observar estritamente os deveres que lhes são impostos. Com efeito, não é razoável que aquele que exerça funções tão relevantes na gestão de uma companhia aberta – a qual se expõe a diversos riscos e interesses opostos de seus *stakeholders* – possa alegar o desconhecimento da norma e, assim, atuar desvirtuando-se dos padrões de conduta deles esperado. Assim, em situações em que há infração à lei ou ao estatuto, faz sentido que o ônus probatório quanto à culpabilidade do administrador não seja atribuído à vítima, implicando ônus adicional aquele que, presumidamente, atuou irregular ou ilicitamente.

Ainda que a análise do inciso II do artigo 158 da Lei das S.A. possa indicar que, do ponto de vista probatório, a vítima do dano teria mais facilidade em imputar a responsabilidade ao administrador na hipótese de infração à lei ou ao estatuto do que em

<sup>103</sup> Esta é a posição da maior parte dos doutrinadores: PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Responsabilidade Civil do Diretor de S.A. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação**. v. 2., 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 405. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 175. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Sociedade por Ações. Atos Praticados por seus Diretores, em Razão de Administração – Responsabilidade daquelas e Destes, Solidariamente, se Agirem com Culpa ou Contrariamente aos Estatutos Sociais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 2, p. 74, 1971. LACERDA, J. C. Sampaio. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 206. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 434-435. SILVEIRA NETO, Alarico. **Responsabilidade dos Administradores e Acionista Controlador por Obrigações da Sociedade**. Rio de Janeiro: Forense, 1984, pp. 109-110. CEREZETTI, Sheila C. Neder. Os Deveres e Responsabilidades dos Administradores das Companhias Abertas. *In*: Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo (org.). **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 251. Em posição isolada encontra-se Modesto Carvalhosa, que considera objetiva a responsabilidade do administrador. A adoção desta posição, além de não gozar de fundamento legal, também poderia afugentar profissionais sérios e honestos, bem como poderia limitar, desarrazadamente, a aptidão dos administradores para tomar risco de gerir companhias abertas. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 434-435. Por fim, Fábio Ulhoa Coelho sustenta que não haveria qualquer inversão de ônus para fins de comprovação das hipóteses elencadas pelo artigo 158 da Lei das S.A.. COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v. 2., 13. ed. São Paulo: Saraiva, pp. 259-260 e 268-271.

<sup>104</sup> FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 26., p. 46, 1977. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 483.

relação às hipóteses previstas no inciso I, isso não significa que ela não tem qualquer ônus ao iniciar a ação de reparação. Na verdade, como será examinado em detalhes adiante, em qualquer que seja a ação de responsabilidade civil sob a égide da lei societária brasileira, é imprescindível a comprovação do nexo de causalidade entre a conduta imputada ao administrador e o eventual dano sofrido.

Justamente em virtude da necessária prova desse requisito da responsabilidade prevista no artigo 158 da Lei nº 6.404/1976 é que outros sistemas de imputação de obrigações indenizatórias aos administradores de companhias abertas não podem – e não devem – ser importados e aplicados às sociedades anônimas cujas ações sejam negociadas na bolsa de valores brasileira.

## 1.5. O SISTEMA DE RESPONSABILIDADE DA “FRAUD-ON-THE-MARKET”

### 1.5.1. Antecedentes Históricos

O direito societário e do mercado de capitais dos Estados Unidos da América desenvolveu, com base em precedentes judiciais, teoria que tem por objetivo resguardar o direito de reparação de danos sofridos por acionistas de companhias com ações listadas no mercado de bolsa daquele país.

A denominada teoria da “fraud-on-the-market” visa a tutelar situações em que titulares de ações sofrem perdas em decorrência da omissão ou da prestação de falsas informações pela companhia emissora ou por seus administradores. É comum que a teoria seja aplicada a situações em que a companhia emissora tenha sido omissa, isto é, não prestou informações completas ou ocultou algum dado ou elemento que poderia fazer com que o investidor desistisse, originalmente, de efetuar a aquisição da ação.

Uma análise histórica revela que a teoria da “fraud-on-the-market” tem sua aplicação relacionada às obrigações de prestação de informações pelas “publicly-held corporations”. Com efeito, a imposição de deveres informacionais e de normas de responsabilidade mais rígidas às companhias com ações negociadas naquele país representou uma resposta do governo dos Estados Unidos da América à necessidade de seu mercado de

capitais garantir e recuperar a confiança dos investidores após a crise de 1929<sup>105</sup>. Ou seja, por meio da teoria da “fraud-on-the-market”, disciplina-se, de forma mais específica, o dever de informação da companhia e de seus administradores, bem como estabelecem-se os elementos necessários à caracterização de sua responsabilidade pelo descumprimento de tais deveres e dos danos daí advindos.

Nesse sentido, por meio da edição de diplomas legais, o governo norte-americano buscou resguardar o direito de os acionistas confiarem nas informações prestadas pela “publicly-held corporation” emissora das ações de que viessem a ser titulares. Visando a satisfazer tal propósito, com a edição do *Securities and Exchange Act* de 1934, foi prevista a *Section 10-5.b* que estabelece:

10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) to employ any devices, scheme, or artifice of fraud,
- (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security<sup>106</sup>.

O referido dispositivo foi concebido como um meio para que a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) – entidade cuja atuação é, em diversos aspectos, semelhante à da CVM – pudesse apurar condutas ilícitas praticadas pelas companhias abertas quando da prestação de informações ao mercado. A referida norma consistiria a base legal para que o órgão fiscalizador do mercado de capitais norte-americano pudesse garantir o retorno – pós crise de 1929 – da confiança dos investidores, ao assegurar que não fosse praticado qualquer ato ou caracterizada omissão da qual resultasse fraude ou falsidade relativa a operações de

---

<sup>105</sup> VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas**. Monografia (Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018, pp. 139-140.

<sup>106</sup> Tradução livre: 10b-5. Emprego de artifícios manipuladores ou enganadores. É ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, através de qualquer meio ou instrumentalidade do comércio interestadual, ou correspondências ou qualquer estrutura de uma bolsa de valores mobiliários nacional, (a) empregar qualquer artifício, esquema ou meio de fraude, (b) fazer uma afirmação não verdadeira de um fato relevante ou emitir a declaração de um fato relevante de ser feito para as declarações feitas, em razão das circunstâncias dentre as quais forem feitas, não serem consideradas como enganosas, ou (c) empenhar-se em qualquer ato, prática ou negócio que opere ou deveria operar como fraude ou fraude contra qualquer pessoas, em relação à compra ou venda de qualquer valor mobiliário.

compra e venda de valores mobiliários<sup>107</sup>.

No entanto, a partir do julgamento pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América do caso *J.J. Case Co v. Borak*<sup>108</sup>, em que houve pronunciamento favorável à utilização das regras do *Securities and Exchange Act* para pleitos indenizatórios privados formulados em face das companhias e dos demais atores do mercado de capitais, permitiu-se que acionistas passassem eles próprios a questionar administradores e companhias emissoras a respeito de informações inverídicas prestadas ao mercado e, por consequência, a pleitear a reparação de danos daí supostamente advindos.

Tradicionalmente, ações individuais que fossem propostas contra as companhias emissoras com o intuito de responsabilizá-las por infrações à *Section 10.5.b* deviam comprovar a fraude ou a prestação de informações enganosas – ou omissão na divulgação de verdadeiras –, bem como a influência de tais informações no preço de mercado da ação, cujo decréscimo constituiria o dano.

---

<sup>107</sup> "I was setting in my office in the S.E.C. building in Philadelphia and I received a call from Jim Treanor, who was then the Director of the Trading and Exchange Division. He said: "I just have been on the telephone with Paul Rowen", who was then the S.E.C. Regional Administrator in Boston." and he has told me about the president of some company in Boston who is going around buying stock of his company from his own shareholders at \$4 a share, and he has been telling them that the company is doing very badly, whereas, in fact, the earnings are going to be quadrupled and will be \$2 a share for this coming year. Is there anything we can do about it?" So he came upstairs and I called my secretary and I looked at Section 10(b) and I looked at Section 17, and I put them together, and the only discussion we had was where "in connection with the purchase or sale" should be and we decided it should be at the end. We called the Commission and we got the on the calendar, and I don't remember whether we got that morning or after lunch. We passed a piece of paper around to all commissioners. All the commissioners read the rule and they tossed in on the table, indicating approval. Nobody said anything except Summer Pike, who said, "Well", he said, "we are against fraud, aren't we? That is how it happened ... I never thought that twenty-odd years later it would be the biggest thing that had ever happened. It was intended to give the Commission power to deal with this problem. It had no relation in the Commission's contemplation to private proceedings." (Tradução livre: Estava em meu escritório no prédio da S.E.C. na Filadélfia quando recebi uma ligação de Jim Treanor, então Diretor da Divisão de Comércio e Câmbio. Ele disse: 'Estive agora há pouco no telefone com Paul Rowen', então Administrador Regional da S.E.C. em Boston, 'e ele me falou sobre o presidente de uma empresa em Boston que tem comprado ações emitidas por sua própria empresa detidas por seus próprios acionistas ao preço de \$4 por ação. Ele também vem falando para seus acionistas que a empresa vai mal quando na verdade as receitas da empresa vão quadruplicar e o preço das ações será de \$2 no próximo ano. Tem alguma coisa que podemos fazer a respeito?' Ele subiu, eu liguei para minha secretária e verifiquei a Cláusula 10(b) e a Cláusula 17, fiz uma comparação entre elas, e a única coisa que discutimos foi com relação ao local onde inserir a frase "com relação à compra ou venda", e decidimos que ela deve ser inserida no final. Ligamos para a Comissão e recebemos o 'está marcado', mas não me lembro se isso foi de manhã ou após o almoço. Repassamos um papel a todos os comissários. Todos os comissários fizeram a leitura da regra e repousaram o papel sobre a mesa, indicando sua aprovação. Ninguém disse nada a não ser por Summer Pike, que disse, "Bem, somos contra a fraude, certo?" Foi assim que aconteceu... Eu jamais imaginaria que 20 anos depois essa questão se tornaria o maior acontecimento de todos. A intenção foi dar à Comissão a autoridade para lidar com esse problema. Isso não tinha nenhuma relação com o fato de a Comissão contemplar ação penal particular). CHOPER, Jesse H. COFFEE JR, John; C. GILSON, Ronald J. **Cases and Materials**. 8. ed. Aspen Publishers, 2012, p. 324.

<sup>108</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte. *J. I Case Co. v. Borak*, 377 U.S. 426.. Washington, 08 de junho de 1964.

A exigência de tal prova diz respeito à demonstração do nexo casual (i) entre a informação omitida ou enganosa e a decisão de compra ou venda das ações, (ii) entre a revelação de uma nova informação e a oscilação do preço das ações e, ainda, (iii) entre esta nova informação e o suposto dano causado.

A dificuldade da demonstração precisa de tais relações de causalidade e outros fatores – como a pluralidade de processos judiciais paralelos – levaram as cortes norte-americanas a optar por relativizar as exigências legais e facilitar a recuperação dos supostos danos causados aos acionistas de companhias cujas ações estejam listadas no mercado de bolsa daquele país.

O precedente que marca o acolhimento judicial da utilização da teoria da “fraud-on-the-market” em ações coletivas visando ao ressarcimento de supostos danos sofridos por uma classe de acionistas<sup>109</sup> é o denominado caso *Basic Inc. v. Levinson*<sup>110</sup>, no qual a Suprema Corte norte-americana pronunciou-se a respeito da necessidade de prova a ser produzida pelos acionistas que alegavam ter sofrido danos em decorrência de informações falsas prestadas pela companhia emissora e delas terem feito uso quando da tomada da decisão de compra ou venda daqueles valores mobiliários.

Naquele julgamento, a Suprema Corte dos EUA verificou se os acionistas da *Basic Inc.* fariam jus ao recebimento de indenização em virtude de alienarem ações de emissão de tal sociedade, pois teriam acreditado em anúncios públicos por ela realizados negando a existência de combinação de negócios com a *Combustion Engineering Inc.*, operação societária que, na prática, acabou sendo consumada e implicou a valorização das ações da *Basic Inc.* no mercado de bolsa.

Nesta oportunidade, os integrantes da Suprema Corte entenderam que seria possível presumir que os acionistas *Basic Inc.* negociaram ações de emissão de tal companhia com base nas informações por ela prestadas – a inexistência de tratativas com a *Combustion Engineering Inc.* – e que sofreram perdas, já que alienaram as ações a preços inferiores aqueles que passaram a ser praticados no mercado de capitais após a divulgação da

---

<sup>109</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Rule 23 do Federal Rules of Civil Procedure*, de 16 de setembro de 1938. Disponível em: <http://www.uscourts.gov/uscourts/rules/civil-procedure.pdf>. Acesso em: 20.09.2019. De acordo com a regra 23(b)(3) do *Federal Rule of Civil Procedure*, uma ação reparatória somente pode ser proposta de forma coletiva se matérias de fato e de direito de natureza coletiva sejam predominantes. Tal requisito seria muito difícil de ser atendido se a confiança na informação e os nexos causais tivessem que ser provados por cada prejudicado.

<sup>110</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte. *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224. Washington, 07 de março de 1988.

informação verdadeira.

### 1.5.2. Elementos da Teoria da “Fraud-on-the-market”

A Suprema Corte norte-americana passou a autorizar, com base em fundamentos antes conferidos à tutela reparatória exercida pela SEC, os acionistas de companhias, cujas ações estejam listadas no mercado secundário norte-americano, a terem, pela via coletiva, reparadas eventuais perdas decorrentes da omissão ou prestação equivocada de informações pelas companhias abertas.

Além dos elementos a seguir examinados, a decisão no Caso *Basic Inc.* e, por consequência, a aplicação da teoria da “fraud-on-the-market” à tutela do patrimônio individual dos acionistas têm como pressuposto o denominado mercado eficiente, isto é, a configuração de um segmento de negociação de ações no qual as informações a respeito das companhias e dos valores negociados sejam completa e fidedignamente prestadas<sup>111</sup>.

Veja-se que esse pressuposto está diretamente relacionado ao fundamento que levou à edição da *Section 10.5.b* do *Security and Exchange Act*, qual seja, a salvaguarda do mercado de capitais mediante a garantia da realização da compra e venda de valores mobiliários de forma informada<sup>112</sup>.

A esse respeito, cabe abrir um breve parênteses para esclarecer que as ações coletivas por meio das quais a teoria da “fraud-on-the-market” costuma ser empregada dividem-se em fases distintas: a primeira, a *class certification* e, a segunda, a de mérito.

Essa divisão do procedimento tem impacto nos elementos ensejadores da aplicação da teoria “fraud-on-the-market”, pois nem todos precisam ser objeto de prova na fase de

<sup>111</sup> Conforme indicado por Nelson Eizirik: “A eficiência do mercado é avaliada com base nos chamados ‘fatores Cammer’: porte da companhia; percentual relevante de ações em circulação; acompanhamento de suas atividades pela empresa e por analistas financeiros; liquidez das ações; presença de grandes investidores institucionais; inexistência de oscilações bruscas; impacto na cotação das ações em decorrência de novos anúncios e eventos não previstos”. EIZIRIK, Nelson. A “fraud on the market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro? In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 90-91

<sup>112</sup> Vale mencionar que, no julgamento do Caso *Basic*, a Suprema Corte deixou claro que estava adotando uma postura favorável e facilitadora das ações privilegiadas de reparação de danos. “In contrast, Justice White, in his dissenting opinion opposing creation of the presumption, stated, “I agree with amicus who argues that ‘imposition of damages liability under Rule 10b-5 makes little sense ... where a defendant is neither a purchaser nor a seller of securities.’” (Tradução livre: Por outro lado, o Ministro White, em seu voto dissidente contrário à criação de presunção, declarou, “Concordo com o amicus curiae quando este sustenta que a ‘imposição de reparação de danos nos termos da Regra 10b-5 faz muito pouco sentido ... quando o réu não é nem o comprador nem o vendedor dos valores mobiliários). FOX, Merrit B. Hallinburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price. **70 Business Lawyer**, p. 439, 2015.

*class certification*, o que, como será visto adiante, tem produzido efeitos sobre a aplicabilidade da teoria ao caso concreto.

Passando à análise do “conteúdo” da teoria da “fraud-on-the-market”, extraem-se, do julgamento do Caso *Basic Inc.*, os elementos que se costuma identificar como caracterizadores da teoria da “fraud-on-the-market”, quais sejam: (a) a materialidade da informação falsa ou omissão cometida pela companhia ou pelos administradores; (b) atuação do réu da ação visando à prática da fraude (“*scienter*”); (c) a relação entre a declaração falsa ou omissão e a compra ou venda do valor mobiliário; (d) a confiança do investidor na declaração divulgada; (e) o dano, isto é, a perda econômica; e (f) o “*loss causation*”<sup>113</sup>.

Com a indicação dos referidos elementos, a Suprema Corte norte-americana orientou os acionistas que viessem a sofrer perdas em suas posições acionárias em virtude da prestação de informações falsas ou de omissão de informações verdadeiras pela companhia emissora ou por seus administradores: eles devem, em primeiro lugar, demonstrar ser muito provável que a informação falsa ou a declaração omitida tenha sido considerada ao tomarem a decisão sobre o investimento <sup>114</sup>.

Além disso, o representante da classe dos prejudicados – lembrando-se que a teoria costuma ser aplicada em ações coletivas – deve trazer indicativos de que a companhia emissora ou seus administradores – o “*scienter*” – tinham a intenção de ludibriar ao prestar ou ao omitir a informação. Ao longo dos anos, os tribunais norte-americanos solidificaram o entendimento de que a prova de que a companhia emissora agiu como “*scienter*” poderia ser obtida a partir da demonstração de que um agente a ela ligado, por exemplo, um de seus diretores e/ou administradores, atuou com propósito fraudulento.

Os requisitos (c) e (d) – omissão de informação ou declaração falsa e confiança em tais informações – estão diretamente relacionados, pois, partindo-se da premissa de que os

<sup>113</sup> PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. A responsabilidade civil pela desinformação aos investidores no mercado de capitais: Uma análise teleológica à luz do direito norte-americano. *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. 300. No mesmo sentido, ver: VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas**. Monografia (Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018, p. 175.

<sup>114</sup> EIZIRIK, Nelson. A “fraud on the market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro? *In*: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 86. PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de 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. 394-399. GONTIJO, Bruno Miranda. **Responsabilização das Companhias Abertas por Danos aos Investidores: As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos**. Monografia (Pós-Graduação em Direito) – Universidade de Minas Gerais, Faculdade de Direito, Belo Horizonte, 2019, p. 35.

investidores acreditam nas informações divulgadas pela companhia emissora e de que os preços praticados são definidos a partir e por conta de tais informações, considera-se que a precificação das ações será afetada pela prestação de informações fraudulentas ou pela omissão de informações essenciais ao conhecimento da realidade da companhia emissora.

Por fim, os requisitos da perda econômica – o dano – e a “loss causation” dizem respeito à comprovação de que a venda da ação a um valor abaixo do esperado ou a compra da ação por um montante artificialmente inflado decorreu da equivocada precificação realizada pelo mercado com base nas inverídicas informações prestadas ou omitidas pela companhia emissora ou por seus administradores.

Ao reconhecer a aplicação da teoria da “fraud-on-the-market” como fundamento para pleitos reparatórios formulados em ações coletivas de tutela dos danos individualmente sofridos pelos acionistas, a Suprema Corte norte americana, diante das dificuldades advindas da necessidade de cada investidor individualmente provar que adquiriu ou vendeu valores mobiliários de determinada companhia confiando nas informações por elas prestadas e no regular funcionamento do mercado, autorizou a aplicação da presunção relativa de confiança nas informações prestadas pela companhia, presunção que recai justamente sobre os elementos da materialidade e da “transaction causation”.

Nesse sentido, a doutrina sintetiza a teoria da “fraud-on-the-market” a partir do posicionamento da Suprema Corte norte-americana quando do julgamento do caso *Basic Inc.*:

A fraud-on-the-market class action allows share buyers in the secondary market to recover from the issuer losses that they incur because they purchased at prices inflated by an issuer misstatement in violation of Rule 10.b-5 and to do so without the individual class members having to prove that they actually relied upon (or even knew about) the misstatement giving rise to their claim. These actions currently give rise to the bulk of all the damages paid out in settlements and judgments pursuant to private litigation under the U.S. securities laws.<sup>115</sup>

---

<sup>115</sup> FOX, Merrit B. Hallinburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price. **70 Business Lawyer**, pp. 438- 439, 2015. (Tradução livre: Uma ação coletiva de fraude no mercado (fraud-on-the-market class action) permite que os compradores de ações no mercado secundário recuperem as perdas por eles sofridas na compra de ações supervalorizadas em virtude de declaração falsa prestada pela emissora em violação à Regra 10b-5, e sem que cada uma das partes da referida ação seja obrigada a provar que confiou na (ou até que tinha conhecimento sobre a) declaração falsa que deu origem à ação. Essas ações normalmente dão origem à maior parte das indenizações pagas em acordos e sentenças de processos particulares nos termos das leis de valores mobiliários dos Estados Unidos.). Ver também: PEIXOTO, Bruno Lana. ARAÚJO, Marina. A responsabilidade civil pela desinformação aos investidores no mercado de capitais: Uma análise teleológica à luz do direito norte-americano. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**.

Além da “reliance” (confiança) na informação prestada, em havendo falha informacional, a partir do caso *Basic Inc.* seria possível presumir também a distorção no preço da negociação dos valores mobiliários que consistiria na inversão do ônus da prova de que a perda de valor da participação do acionista decorreu da informação fraudulenta.

Com base nisso, presume-se que todos aqueles que detinham valores mobiliários do emissor negociaram com base na desconformidade informacional cuja correção ou revelação levou, por consequência, à desvalorização de tais ativos, consistente no dano sofrido.

Como se verifica, com o intuito de proteger a integridade e a confiabilidade do mercado de capitais norte-americano, a Suprema Corte acatou e reconheceu a aplicação da teoria da “fraud-on-the-market”<sup>116</sup>, sinalizando que, para viabilizar a reparação de supostos danos decorrentes da prestação fraudulenta de informações, presume-se que os investidores, ao negociar valores mobiliários em mercados eficientes, isto é, nos quais os preços das ações refletem todas as informações disponíveis, confiam (i) nas informações divulgadas pela companhia emissora, (ii) no regular funcionamento do mercado, e (iii) nos preços ali praticados<sup>117</sup>.

### 1.5.3. O Regime das Presunções e os Nexos Causais

A aplicação da teoria da “fraud-on-the-market”, além de pressupor que a negociação de ações ocorra em mercados secundários eficientes, também trata de forma diferenciada dois elementos integrantes da cadeia causal entre o ato ilícito e o dano, quais sejam: o “transaction causation” e o “loss causation”.

Como visto, a teoria da “fraud-on-the-market” tem origem na *Section 10.5(b)* do *Securities and Exchange Act* de 1934, que dispõe sobre a responsabilidade pela prestação de informações falsas ou imprecisas ou pela omissão de informações no mercado de capitais.

---

São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 293. FOX, Merrit B. Understanding Dura. **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 279, p. 45, 2005.

<sup>116</sup> “In *Basic v. Levinson*, the Supreme Court carried on this theme, emphasizing that presumptions exists mainly to do justice”. (Tradução livre: No caso *Basic v. Levinson*, a Suprema Corte tratou deste tema e enfatizou que as presunções existem especialmente para que se faça justiça). COFFEE JR., John C. **Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future**. Londres: Harvard University Press, 2015, p. 171.

<sup>117</sup> EIZIRIK, Nelson. A “fraud on the market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro? In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 86.

Com base nas obrigações daí decorrentes, uma ação civil que tenha por objeto reclamar perdas patrimoniais sofridas pelas oscilações dos valores mobiliários de emissão da companhia que presta ou omite informações deve levar em consideração a existência de algumas relações causais: (i) “x” comprou as ações, porque havia informações que o faziam acreditar que o preço que estava pagando pela ação refletia a realidade; e (ii) a correção de informações falsas ou a divulgação das informações omitidas fez o preço oscilar e aquele preço em relação ao qual “x” comprou revelou-se artificialmente inflado.

A primeira relação constitui a chamada “transaction causation”, que costuma ser identificada pela expressão “but for”. Isto é, o investidor não teria comprado a ação se não fosse pela informação omitida ou pela falsa informação. A segunda – a “loss causation” –, por sua vez, diz respeito à demonstração de que a ação adquirida desvalorizou e a sua perda de valor foi, em alguma medida, decorrente da informação omitida ou falsa que induziu a compra original<sup>118</sup>.

Como se verifica, fundamentar um pleito reparatório – sem a aplicação da teoria da “fraud-on-the-market” – significaria que cada acionista que se considerasse prejudicado pela oscilação para baixo das ações supostamente atribuída à divulgação de determinada informação teria um longo caminho causal a percorrer.

O que fez a Suprema Corte norte-americana, ao decidir o caso *Basic Inc.*, foi criar uma “rota alternativa” para que os investidores prejudicados pudessem, pela via da ação coletiva, obter a reparação dos supostos danos e, assim, cumprir o requisito do nexo causal entre a informação defeituosa prestada pela companhia emissora e as perdas sofridas. Nesse sentido, a doutrina daquele país destaca:

The fraud-on-the-market theory, approved by the Court in 1988 in *Basic v. Levinson*, provides the plaintiff an alternative way to demonstrate ‘the requisite causal connection between a defendant’s misrepresentation and a plaintiff’s injury’. This alternative is to show that the misstatement caused the price the plaintiff paid at the time of purchase to be too high, an effect that can be presumed in the case of a material misstatement by an official of an issuer whose shares trade in an efficient market.

The Court insisted in *Basic* that its ruling maintained the need for plaintiff to show reliance, just in the form of ‘reliance on the integrity of [the market] price’ instead of reliance on the misstatement itself. There is a big difference between these two forms of reliance, however. Unlike traditional reliance, the plaintiff no longer needs to show she would have acted differently - i.e., not purchased the security – if the defendant had not

---

<sup>118</sup> Os requisitos do “transaction causation” e do “loss causation” devem estar configurados em qualquer ação individual para a reparação de danos causados por falhas informacionais de companhias abertas.

made the misstatement<sup>119</sup>.

Como se verifica, com base no entendimento da Suprema Corte dos Estados Unidos da América, o acionista que representa a classe de prejudicados em uma ação coletiva reparatória não precisa demonstrar que cada um dos acionistas adquiriu as ações levando em consideração ou confiando na informação que, posteriormente, foi corrigida ou foi efetivamente prestada. Na verdade, ao presumir que, em um mercado secundário eficiente, os investidores adquirem ações confiando na integridade do mercado, nas informações prestadas pelas companhias e no fato de que tais informações influenciam os preços de negociação das ações, a decisão do caso *Basic Inc.* afasta o ônus de os requerentes provarem o “transaction causation”.

Além da mudança na comprovação destenexo causal, a teoria da “fraud-on-the-market” também afasta a comprovação do nexorelativo às perdas, ou seja, do já referido “loss causation”.

Com efeito, em razão da dificuldade em se comprovar que a correção da informação ou a divulgação da informação omitida determinou de forma direta o “novo” preço da ação no mercado secundário, já que o preço de negociação é formado a partir de uma infinidade de fatores, as cortes norte-americanas passaram a exigir dos requerentes das ações coletivas fundamentadas na “fraud-on-the-market” o estabelecimento do “loss causation” por meio de prova técnica elaborada com base em estudo que demonstre que a divulgação corretiva da informação atenda o requisito de “95% confidence standard”<sup>120</sup>.

Ou seja, trata-se de uma tentativa de, por meio de estudos econômico-financeiros, demonstrar que o novo preço da ação foi primordialmente determinado pela divulgação da informação correta ou daquela que havia sido omitida.

<sup>119</sup> (Tradução livre: A teoria de fraude no mercado (fraud-on-the-market theory), aprovada pela Corte em 1988 no caso *Basic v. Levinson*, oferece ao requerente uma forma alternativa de demonstrar ‘o nexocausal entre a declaração falsa prestada pelo réu e o dano sofrido pelo autor’. Essa alternativa refere-se à comprovação de que a declaração falsa resultou na supervalorização do preço pago pelo autor na ocasião da compra, cujo efeito pode ser presumido no caso de relevante declaração falsa prestada por um agente do emissor cujas ações são negociadas em um mercado eficiente.

A Corte insistiu, com relação ao caso *Basic*, que sua decisão manteve a obrigatoriedade de comprovação pelo requerente de que este ‘confiou na integridade do preço [de mercado]’ ao invés de ter confiado na declaração falsa. Contudo, há uma grande diferença entre essas duas formas de confiança. Diferentemente da confiança tradicional, o autor não precisa mais provar que teria agido de outra forma - ou seja, que não teria comprado as ações - se o réu não tivesse prestado a declaração falsa). FOX, Merritt B. **Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions**. *The Business Lawyer*, v. 60, n. 2, p. 514, 2005.

<sup>120</sup> FOX, Merritt B. *Halliburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*. **70 Business Lawyer**, p. 442, 2015.

Como se percebe, também quanto ao “loss causation”, há uma relativização do nexo causal, já que se reconhece a impossibilidade de estabelecer uma relação direta e imediata entre a nova informação e o preço de negociação da ação no mercado, autorizando a reparação do dano mesmo que não haja uma relação de causa e efeito necessária entre eles.

Ainda sobre a comprovação dos danos, vale mencionar que o Professor Merrit Fox tece críticas ao posicionamento das cortes norte-americanas. Segundo ele, o entendimento da jurisprudência dos tribunais inferiores à Suprema Corte seria no sentido de se demonstrar que o “loss causation” deveria ser comprovado pela queda do valor das ações em relação aquele pago quando de sua compra, em decorrência da correção da informação falsa ou da prestação da informação omitida. No entanto, como o Professor Fox sustenta, nem sempre a divulgação de informação correta ou daquela que tenha sido omitida levará à diminuição do valor da ação, o que, no entanto, não significa que, na origem, o investidor tenha pago um valor verdadeiro pelas ações<sup>121</sup>.

O Professor Merrit Fox propõe uma mudança de foco com relação à comprovação dos supostos danos: em vez de se analisar a perda com base no valor das ações após a divulgação da nova informação, dever-se-ia realizar o exame *ex ante*, isto é, buscar a demonstração do quanto o valor de mercado da ação estava inflado no momento de sua aquisição. Contudo, o Professor Fox não indica uma prova específica que deveria ser produzida, deixando ao alvedrio do juiz e do júri a formação de seu convencimento a partir dos elementos trazidos pela classe de investidores reclamante.

Mesmo se levado em consideração este entendimento *ex ante* do elemento denominado “loss causation”, não há propriamente o estabelecimento de um nexo causal necessário entre o dano e a informação defeituosa. Isto, todavia, é aceito no ordenamento norte-americano, já que a teoria da “fraud-on-the-market” foi consagrada pela Suprema Corte daquele país como um instrumento para viabilizar a recuperação privada de supostos danos sofridos por acionistas de companhias abertas.

#### **1.5.4. Repensando a Teoria da “Fraud-on-the-market”**

Segundo indica a doutrina norte-americana, nos últimos anos, a teoria da “fraud-on-the-market” vem sendo objeto de críticas, e tendo sido, em certa medida, revisitada e

---

<sup>121</sup> FOX, Merritt B. Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, p. 518, 2005.

reformada pela própria Suprema Corte daquele país.

Alguns estudos demonstram que grande parte dos recursos obtidos por meio das ações coletivas em que se aplica a teoria da “fraud-on-the-market” são utilizados para o pagamento de honorários advocatícios dos escritórios que patrocinam os interesses da classe de acionistas supostamente prejudicada<sup>122</sup>. Em certa medida, esse aspecto é destacado como positivo, pois muitos escritórios patrocinam as ações coletivas fundamentadas na “fraud-on-the-market” com seus próprios recursos, não exigindo dos integrantes da classe prejudicada, o pagamento, desde o início, das custas judiciais – o que aliás poderia consistir em empecilho para os prejudicados recorrerem ao Poder Judiciário norte-americano, já que as custas judiciais, naquele país, são elevadas.

Por outro lado, como aspecto negativo, destaca-se que as condenações ou acordos firmados em ações coletivas nas quais se aplique a “fraud-on-the-market” acabam por prejudicar os acionistas que mantêm sua participação e por beneficiar aqueles que se retiram da base acionária da companhia. De fato, tais condenações podem, ainda que indiretamente, prejudicar os acionistas que mantêm seus interesses alinhados com os da sociedade, ou seja, os que se comprometem com o desenvolvimento das atividades lucrativas ao manterem suas posições acionárias<sup>123</sup>.

Em última instância, a aplicação da teoria permite que investidores meramente interessados em ganhos individuais e imediatos sejam priorizados em face daqueles que assumem o compromisso perene de contribuir e incentivar o desenvolvimento de atividade econômica pela companhia aberta<sup>124</sup>.

Além disso, em muitos casos, as ações coletivas acabam por meio de acordos sem que sequer se consiga, na prática, avaliar o quão seria frágil a presunção de que a divulgação de uma informação omitida ou da correção daquela que se divulgou afetou o preço das ações no mercado e causou danos ao patrimônio individual dos acionistas.

Ademais, ponderações a respeito da utilização da teoria da “fraud-on-the-market” como um meio para se resguardar a regularidade da prestação de informações no mercado

---

<sup>122</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 297.

<sup>123</sup> PROROK, Johan. **La Responsabilité Civile sur les Marchés Financiers**. Paris: LGDJ. 2019. p. 626.

<sup>124</sup> Catarina Pires Cordeiro esclarece: “no caso proposto, a questão é particularmente complexa, dado que a sociedade não é só o somatório dos interesses individuais dos sócios. No limite, se a sociedade tivesse que indemnizar todos os sócios pelo dano sofrido, estes como que se dariam com uma mão aquilo que a si mesmos entregariam com a outra”. CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. **Revista O Direito**, n. 137, I, p. 118, 2005.

secundário também têm sido realizadas.

Estes novos e críticos olhares em relação à teoria da “fraud-on-the-market” são verificados, inclusive, no poder judiciário dos Estados Unidos da América. Em 2013, ao decidir o caso *Amgen v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, quatro integrantes da Suprema Corte manifestaram opinião contrária à aplicação da teoria da “fraud-on-the-market”<sup>125</sup>.

No ano seguinte, no julgamento do caso *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc.*, ainda que tenham confirmado – por seis votos a três – a aplicabilidade da teoria, os membros da Suprema Corte norte-americana limitaram sua utilização indicando que o réu – a companhia emissora ou os administradores – poderiam demonstrar já na fase inicial do processo, a referida “class certification”, que a falsa informação não gerou qualquer impacto no preço de negociação das ações no mercado. Ou seja, trata-se de autorização para que o réu, no curso do processo e o mais cedo possível, possa desfazer a presunção de que os alegados danos decorreram da suposta informação falsa<sup>126</sup>.

Ainda que a Suprema Corte não tenha afastado por completo a aplicação da teoria da “fraud-on-the-market” nos Estados Unidos da América, o reconhecimento de que o réu pode, já numa fase inicial da ação coletiva, afastar a presunção do nexo de causalidade entre a informação supostamente inverídica e a oscilação dos preços, representa o reconhecimento de que as premissas de confiança no mercado e de necessária tutela dos investidores devem ser revisitadas. Nesse sentido, a doutrina norte-americana indica:

Now, in *Halliburton II*, the Court has said that defendants can seek to rebut that presumption at the class certification stage. Actually, the defendants always could rebut this presumption at trial or on a motion for summary judgment, but now they can do so before the court at class certification. This may prove a significant difference, because lay jurors typically have little understanding of the complex economic issues (or the event studies and other evidence) that are disputed before them. Defendants are unwilling as a group to rely on the jury to understand and pay attention to these issues. Hence, to delay issues, such as price impact of loss causation, to the trial stage is to submerge them as a practical matter and compel defendants to settle. At class certification, the court will now play a screening role, deciding whether defendants (who will have the burden of proof) have shown that there was in fact no fraud on the market because

<sup>125</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte. *Amgen Inc. v. CT Ret. Plans & Trust Funds*, 568 U.S. 455. Washington, DC, 27 de março de 2013 *apud* COFFEE JR., John C. **Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future**. Londres: Harvard University Press, 2015, p. 81.

<sup>126</sup> FERREL, Allen; ROPER, Andrew H. Price Impact, Materiality and *Halliburton II*. **Washington University Law Review**, v. 93., n. 2., 2016. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2827729](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2827729). Acesso em: 20.09.2019.

the corrective disclosure did not trigger any adverse market reaction. That would imply that the market was not surprised or defrauded. From a policy perspective, it seems desirable that, before defendants are compelled to settle the case at potentially R\$ 1 billion or more, the court play such screening role<sup>127</sup>.

Como se verifica, os julgamentos de 2013 e 2014 apontam que a instância mais alta do poder judiciário dos Estados Unidos da América tem reexaminado os elementos da teoria da “fraud-on-the-market”, limitando a ampla presunção que fundamentava os pleitos coletivos dos acionistas em face da companhia e/ou administradores pelas perdas decorrentes da oscilação do valor de bolsa das ações por ele detidas.

### 1.5.5. Dificuldades para Aplicação da Teoria da “Fraud-on-the-market” no Brasil

Lembrando-se que o objeto da presente Tese é contribuir para o estudo da responsabilidade dos administradores das companhias abertas, poder-se-ia pensar em utilizar a teoria da “fraud-on-the-market” como fundamento para sua responsabilização do direito brasileiro.

Evidentemente, deve-se reconhecer que, muitas vezes, as ações em que é aplicada a teoria da “fraud-on-the-market” têm por objeto a obtenção de indenizações milionárias, o que já dificulta seu uso em pleitos formulados em face de pessoas naturais como os administradores.

Como visto, a teoria da “fraud-on-the-market” visa a tutelar situação peculiar, qual seja, a omissão de informações ou a prestação de informações falsas, e se baseia em elementos que, a nosso ver, não se coadunam com o sistema de responsabilidade dos

---

<sup>127</sup> (Tradução livre: Já com relação ao caso Halliburton II, a Corte reconheceu que os réus podem refutar tal presunção na fase de “class certification” da ação coletiva. De fato, os réus sempre puderam refutar essa presunção no mérito ou por meio de pedido para julgamento antecipado da lide, mas agora é possível fazê-lo perante o juízo na fase de “class certification” da ação coletiva. Isso pode representar uma diferença relevante já que jurados normalmente têm pouco conhecimento sobre as complexas questões econômicas (ou sobre estudos de eventos ou outras provas) a eles apresentadas. Os réus, como um grupo, não estão dispostos a confiar no júri para entender e dar atenção a essas questões. Consequentemente, adiar as questões, tais como o nexo causal entre o impacto da perda e o preço, à fase de mérito, é o mesmo que tratá-las como questão de mérito e forçar os réus a um acordo. Portanto, agora, durante a fase de “class certification” da ação coletiva, a corte terá o papel de avaliadora e deverá decidir se os réus (sobre os quais recairá o ônus da prova) comprovaram que não houve de fato fraude no mercado já que a divulgação corretiva não gerou reação negativa do mercado. Isso significaria que o mercado não foi surpreendido ou lesado. De uma perspectiva política, parece ser desejável que, antes que os réus sejam obrigados a firmar o acordo possivelmente pelo valor de pelo menos R\$ 1 bilhão, a corte desempenhe tal papel). COFFEE JR., John C. **Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future**. Londres: Harvard University Press, 2015, p. 171.

administradores previsto na lei societária brasileira.

Em primeiro lugar, a teoria da “fraud-on-the-market” tem por fim salvaguardar acionistas contra a prestação de informações inverídicas por parte da companhia e de seus administradores. Trata-se de uma das inúmeras situações que poderiam dar margem à alegação de práticas danosas por parte dos administradores e pela própria companhia emissora (no caso dos Estados Unidos da América).

Ou seja, na hipótese de se cogitar a compatibilidade da teoria da “fraud-on-the-market” com a disciplina do artigo 158 da Lei das S.A., deve-se ter em mente que a aplicação da referida teoria somente seria cabível no âmbito de ações propostas para recuperar perdas em virtude da veiculação de informações inverídicas ou de omissão daquelas necessárias a tomada de decisões pelos acionistas.

No entanto, parece-nos que a teoria da “fraud-on-the-market”, tal como hoje é aplicada pelas cortes norte-americanas, não poderia ser “internalizada” à prática brasileira – isto é, servir de fundamento para pleitos em face de administradores de companhias abertas com ações listadas na bolsa de valores nacional pelas seguintes razões.

Como será visto no Capítulo 4, embora a lei societária tenha consagrado regras específicas para a responsabilidade dos administradores das companhias, a definição de sua obrigação de indenizar pressupõe a comprovação do nexo causal, elemento que decorre das normas gerais de direito civil.

Com efeito, aplicar a teoria da “fraud-on-the-market” no direito brasileiro seria relativizar um dos elementos essenciais da responsabilidade civil, seja em sua verificação quanto à informação omitida ou corrigida ter influenciado a decisão de aquisição da ação, seja quanto à comprovação do nexo entre a correção de nova informação e o dano. Embora as hipóteses de incidência da responsabilidade dos administradores sejam estabelecidas na Lei das S.A. não há como negar a aplicação dos elementos típicos da disciplina civil da responsabilidade – ato ilícito, culpa ou dolo e nexo causal.

Ou seja, as mitigações que as presunções decorrentes da teoria da “fraud-on-the-market” impõem sobre as já referidas “transaction causation” e “loss causation” fazem com que seja dispensada a comprovação pelo autor da ação reparatória do nexo de causalidade. Isso, como será examinado em detalhes no Capítulo 4, não é admitido no direito brasileiro.

Ademais, também se considera incabível aplicar a teoria da “fraud-on-the-market” em nosso ordenamento, uma vez que, como será exposto no Capítulo 4, entende-se que a

oscilação do mesmo preço de negociação das ações no mercado não constitui espécie de dano indenizável.

Embora todos os elementos indiquem que, sob a perspectiva do acionista, a utilização da teoria da “fraud-on-the-market” não é compatível com os artigos 158 e 159 da Lei das S.A., e com o regime de responsabilidade patrimonial que orienta o exame do nexo causal e do dano, deve-se verificar se, no direito brasileiro, já não haveria outras normas e procedimentos que visem a contribuir para a imposição da responsabilidade ao administrador.

## 1.6. CONCLUSÕES PARCIAIS

Ao longo deste primeiro Capítulo, delimitou-se o objeto das reflexões que esta Tese traz a respeito da responsabilidade societária.

Viu-se que a Lei nº 6.404/1976 contém artigos específicos que disciplinam a responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas, reconhecendo-se que é, no âmbito das companhias abertas, que as questões se tornam mais complexas.

Com efeito, nas companhias abertas – especialmente as de capital disperso – a “apresentação” dos administradores manifesta-se de forma mais significativa. Com efeito, em tais sociedades, diante da redução do papel ou inexistência do acionista controlador, os administradores ficam encarregados a tomar decisões não só de representação, mas de macro e microgestão da companhia.

Diante disso, buscou-se responder ao questionamento sobre como seria possível que aquele que “apresenta” a companhia responda por atos praticados no exercício das funções que lhe são atribuídas.

A manutenção da individualidade do administrador e as hipóteses consagradas pelo artigo 158 da Lei das S.A. revelam que atos praticados com culpa ou dolo, em infração à lei ou ao estatuto, constituem a base para o reconhecimento da quebra de vínculo orgânico que se estabelece entre administrador e companhia aberta.

Examinando estas hipóteses autorizativas da responsabilidade individual do administrador, verificou-se que o dever de diligência é o norte interpretativo do comportamento culposo do administrador e do significado de descumprimento da lei ou do estatuto social para fins da configuração da responsabilidade civil.

Além disso, analisou-se o efeito processual que decorre da consagração da

responsabilidade do administrador por atos em infração à lei ou ao estatuto social, concluindo-se que a presunção de culpa que favorece o acionista não o dispensa da comprovação do elemento essencial da responsabilidade civil que é o nexo de causalidade.

Essa constatação permitiu o exame da teoria da “fraud-on-the-market”, consagrada no direito norte-americano para fundamentar a responsabilidade de administradores – e também das companhias emissoras – por falhas no cumprimento do dever de manter o mercado informado.

Ao fim, concluiu-se que, embora o descumprimento do dever informacional por administradores de companhias brasileiras possa constituir hipótese de sua responsabilidade, à luz do ordenamento brasileiro, eventual pleito indenizatório que daí decorra não poderá ser formulado com fundamento na teoria da “fraud-on-the-market”.



## 2. MEIOS DE RECUPERAÇÃO DE DANOS CAUSADOS PELOS ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS

Os administradores, embora “presentem” a companhia, podem praticar atos que maculam o vínculo orgânico que com ela mantêm, rompendo, inclusive, as barreiras que os blindam da responsabilidade pessoal pelos atos realizados em nome da sociedade anônima.

Ao desempenhar as funções inerentes ao cargo com culpa ou dolo, ou com infração à lei ou ao estatuto social, os administradores das companhias abertas, nos termos da Lei nº 6.404/1976, podem ter seu patrimônio pessoal afetado pelos danos daí decorrentes.

Como visto, as obrigações de reparação impostas aos administradores pela lei societária brasileira não se confundem com deveres indenizatórios consagrados em outros ordenamentos jurídicos, como o dos Estados Unidos da América. Com efeito, seja em virtude do escopo mais restrito de aplicação da teoria da “fraud-on-the-market”, seja em decorrência de sua incompatibilidade com o sistema de responsabilidade civil brasileiro, esta Tese entende que a referida teoria é inaplicável a processos indenizatórios propostos por acionistas com base no artigo 158 da Lei das S.A.

De qualquer modo, o direito brasileiro, por meio de diferentes leis e regramentos, disciplina mecanismos distintos para obrigar os administradores de companhias abertas a cumprir as obrigações indenizatórias que decorrem de atos ilícitos por eles praticados no exercício de seus cargos.

Como será visto, os institutos a serem examinados consistem em instrumentos colocados à disposição daqueles que sofrem danos provocados pela atuação dos administradores – em algumas hipóteses, não apenas deles – que constituem não só meios de recuperação de perdas, mas também verdadeira ferramenta de *enforcement*<sup>128</sup> de deveres

---

<sup>128</sup> A expressão “*enforcement*” é utilizada com o intuito de indicar medidas concretas que podem ser adotadas visando a fazer com que determinadas pessoas naturais e jurídicas cumpram os deveres que a lei lhes impõe. Nesse sentido, o Relatório Pratique e Explique: Análise Qualitativa dos Informes de Governança Corporativa (2018) do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) indica: “A governança corporativa adquire ainda mais importância em mercados emergentes onde a confiança nas instituições é frágil e a insegurança no ambiente empresarial e no sistema jurídico é significativa, sobretudo em relação ao *enforcement*, ou seja, à capacidade do sistema de oferecer soluções tempestivas e eficazes a disputas judiciais”. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Pratique ou explique: análise qualitativa dos informes de governança corporativa**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2019. p. 9. De forma semelhante, a Comissão de Valores Mobiliários no Cadernos CVM – Uso de Informação Privilegiada (*insider trading*) de 2016, conceitua “*enforcement*” como identificação e punição: “Coibir o uso indevido de informação privilegiada é essencial para o alcance de um mercado de capitais mais eficiente, tendo em vista que a mera

e da regular gestão dos negócios sociais.

Este, portanto, o objeto do presente Capítulo, que busca identificar (i) na ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/1989, (ii) no mecanismo negocial do termo de compromisso firmado com a Comissão de Valores Mobiliários, (iii) nas formas de reparação de prejuízos consagradas por normas de autorregulação do mercado de bolsa de valores brasileiro, e (iv) na ação de responsabilidade civil disciplinada pelo artigo 159 da Lei das S.A. – seja pela via judicial, seja pela arbitral –, os meios, os prejuízos e os legitimados para obter a reparação dos danos decorrentes dos atos praticados pelos administradores de companhias abertas brasileiras.

## 2.1. AÇÃO CIVIL PÚBLICA DE RESPONSABILIDADE POR DANOS CAUSADOS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 2.1.1. Função Protetiva do Mercado de Capitais

Um dos mecanismos admitidos no direito brasileiro, por meio do qual pode ser obtido o ressarcimento de danos causados pelos administradores de companhias abertas em virtude de atos por eles praticados no exercício de seus cargos, a ser estudado nesta Tese, consiste em hipótese de tutela coletiva<sup>129</sup>.

A ementa da Lei nº 7.913/1989 indica que, no final da década de oitenta, o legislador brasileiro preocupou-se em criar um meio para viabilizar a reparação dos danos causados – não só, mas também por administradores – aos investidores no mercado de capitais. Trata-se de diploma legal que, inspirado nas normas gerais de tutela coletiva<sup>130</sup>,

---

existência de normas que o proíba não é suficiente para desestimular sua ocorrência. Nesse sentido, a identificação e a punição (*enforcement*) dessa conduta ganham grande importância”. Comissão de Valores Mobiliários. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (*Insider Trading*)**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016, p. 32.

<sup>129</sup> Antônio Gidi conceitua ação coletiva como “a ação proposta por um legitimado autônomo (legitimidade), em defesa de um direito coletivamente considerado (objeto), cuja imutabilidade do comando da sentença atingirá uma comunidade ou coletividade (coisa julgada)”. GIDI, Antonio. **Coisa julgada e litispendência em ações coletivas**. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 16. Luciano Velasque Rocha, por sua vez, informa que haverá ação coletiva sempre que se conjugarem legitimados ativos que pleiteiem em juízo direitos ou interesses que não lhes sejam próprios (ou que o sejam apenas em parte) com o regime de extensão da coisa julgada para além daquelas pessoas situadas nos polos da relação processual. ROCHA, Luciano Velasque *apud* ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 28.

<sup>130</sup> No direito brasileiro, tais normas constam da Lei nº 7.347/1985 que disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico. Por outro lado, a base legal dos direitos coletivos que são passíveis de tutela jurisdicional está no artigo 81 do Código de Defesa do Consumidor. Nesse sentido, são identificadas

regula especificamente a forma de indenização dos danos sofridos pela coletividade atuante neste segmento do mercado financeiro<sup>131</sup>.

A Lei nº 7.913/1989, de forma sucinta, identifica (a) os atos que ensejam a obrigação de reparação, (b) a quem a tutela coletiva destina-se, (c) os legitimados para iniciar e conduzir os processos judiciais indenizatórios, e (d) os legitimados passivos na ação civil pública, isto é, aqueles que tenham dado causa ao dano a ser reparado.

A Exposição de Motivos do texto que resultou na edição da Lei nº 7.913/1989 revela preocupação do legislador com a nova estrutura de mercado de capitais que começava a se desenhar, no Brasil, no fim dos anos oitenta, início dos noventa. Paulatinamente, observou-se o crescimento do número de interessados que recorria à aquisição de valores mobiliários no mercado de capitais como alternativa de investimento. Segundo a Exposição de Motivos, com o intuito de proteger esse novo grupo, a Lei nº 7.913/1989 foi elaborado levando em consideração que:

1. A crescente pulverização das participações acionárias no mercado de valores mobiliários possibilitou a criação de um tipo especial de consumidor (sic!) – que é o titular desses valores – minoritário na estrutura de poder da sociedade, inteiramente despreparado para enfrentar os sofisticados mecanismos de negociação em bolsa ou balcão.
2. Outrossim, os prejuízos causados a esses investidores por infrações cometidas nesse mercado, embora atinjam imediatamente uns poucos identificados, mediatamente, dizem respeito a toda uma massa de indivíduos que, embora igualmente lesada, desconhece o direito que possuem de exigir ressarcimento de seus prejuízos (...)
4. Em tais circunstâncias, apesar de os prejuízos dos investidores, isoladamente considerados, serem de pequeno vulto, não justificando os custos de uma demanda judicial, quando somados atingem quantias expressivas superiores mesmo ao proveito auferido pelos infratores, desde que considerada com nexo causal a própria ação ou omissão e não a relação

---

três categorias: (i) direitos difusos, neles “optou-se pelo critério de indeterminação dos titulares e da inexistência entre eles de relação jurídica base, no aspecto subjetivo, e pela indivisibilidade do bem jurídico, no aspecto objetivo”; (ii) direitos ou interesses coletivos em sentido estrito, que foram qualificados em lei como “os transindividuais de natureza indivisível de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base” e (iii) os direitos individuais homogêneos, “assim entendidos os decorrentes de origem comum”. Sobre as classificações ver: GRINOVER, Ada Pellegrini *et al.* **Código Brasileiro de Defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001, p. 741. GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 30.

<sup>131</sup> Conforme indica Nelson Eizirik, o mercado de capitais, ao lado do mercado de crédito, do mercado monetário, e do mercado cambial, constitui um subsistema do sistema financeiro. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 7.

jurídica contratual resultante de pacto firmado entre compradores e vendedores<sup>132</sup>.

Embora equivocada quanto à caracterização dos acionistas como consumidores<sup>133</sup> e à atribuição de vulnerabilidade majorada aqueles que passaram a recorrer ao mercado de capitais, a Exposição de Motivos revela que as normas editadas têm a função de criar um arcabouço legal que permite a reunião de pretensões indenizatórias individuais dos acionistas em um mesmo processo.

A utilização da via da ação civil pública é autorizada, em tal caso, em razão da união dos titulares dos valores mobiliários fundamentada na situação concreta que dá origem ao prejuízo por eles sofridos. Com efeito, trata-se de um direito de reparação que cada titular do valor mobiliário tem contra o agente causador do dano, mas que, em virtude de uma relação fática comum em sua origem, a lei autoriza a sua tutela pela via coletiva. Nas palavras de Barbosa Moreira, trata-se de hipóteses de direitos “acidentalmente coletivos”<sup>134</sup>.

A literalidade do texto da Exposição de Motivos poderia levar a conclusão de que a ação civil pública, no âmbito do mercado de capitais, consistiria, exclusivamente, no meio coletivo para viabilização da recuperação de prejuízos sofridos individualmente por titulares de valores mobiliários.

No entanto, ainda que tenha sido uma finalidade almejada pelo legislador, parece não ter sido a única.

O artigo 1º da Lei nº 7.913/1989 esclarece que a ação civil pública ali prevista pode desempenhar uma dupla função: a primeira, obstar a ocorrência de irregularidades potencialmente danosas, e, a segunda, permitir o ressarcimento dos danos sofridos pelos investidores em decorrência da prática de tais irregularidades<sup>135</sup>:

Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado (...) (grifo nosso).

<sup>132</sup> BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 351, de 31 de outubro de 1988, assinada por Mailson da Nóbrega, então ministro da Fazenda. **Diário do Congresso Nacional**, Brasília, DF. Seção II, 26 outubro de 1989, p. 6.255.

<sup>133</sup> A esse respeito, ver Capítulo 3.

<sup>134</sup> MOREIRA, José Carlos Barbosa *apud* GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 30.

<sup>135</sup> GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 42.

Como se verifica, a ação civil pública disciplinada na Lei nº 7.913/1989 pode ser utilizada não só após a materialização de danos aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, mas antes mesmo de sua concretização, como um mecanismo preventivo<sup>136</sup>.

Por exemplo, o Ministério Público, a partir de investigações conduzidas na esfera criminal, conclui pela configuração de crimes de corrupção praticados por administradores de companhia aberta com ações listadas no mercado de bolsa brasileiro. Na hipótese aventada, os crimes estariam relacionados a atividades centrais da sociedade e a sua penalização poderia representar perdas patrimoniais significativas para a própria companhia, já que diversos empreendimentos por ela conduzidos teriam que ser alienados em decorrência dos vícios em sua origem e seus administradores provavelmente seriam destituídos em virtude das imputações criminais. Paralelamente à atuação na esfera penal, o Ministério Público toma conhecimento de que os referidos administradores submeterão à assembleia geral da companhia proposta de aumento de capital mediante a emissão de novas ações a serem objeto de oferta pública secundária no mercado de bolsa. Sabendo do potencial lesivo que tal operação pode ter – já que, em virtude das apurações criminais, as finanças da companhias podem ser significativamente impactadas – não só para os atuais acionistas, como para futuros titulares de valores mobiliários de emissão da sociedade, para terceiros que contratam com a companhia e para interessados em investir em companhias abertas do mesmo setor da emissora, o Ministério Público poderia dar início a uma ação judicial, com pedido de tutela de urgência, para suspender a realização da referida assembleia a fim de que danos não venham a se materializar<sup>137</sup>.

A atuação prévia à concretização das perdas que, eventualmente, sejam impostas aos investidores indica uma preocupação com um conjunto indeterminado de potenciais interessados. Com efeito, sabe-se que há diferentes centros de interesse negociando no mercado de valores mobiliários – dentre eles os titulares de ações, os detentores de títulos de dívida, os denominados “especuladores” – que podem ser atingidos pelos atos danosos.

---

<sup>136</sup> VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas**. 2018. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018, p. 115.

<sup>137</sup> Trata-se de situação hipotética apresentada com o intuito de demonstrar hipóteses em que a ação civil pública pode ser utilizada como um mecanismo preventivo da proteção do mercado de capitais, não representando posicionamento favorável desta Tese quanto ao mérito ou quanto à pertinência da atuação do Ministério Público como fiscal das deliberações assembleares.

Sem saber, no entanto, em relação a quais esferas individuais os danos poderão recair, o legislador autorizou, antecipadamente, que o Ministério Público – e os demais legitimados, como veremos a seguir – dê início a ações civis públicas para que atos possivelmente danosos sejam impedidos.

Assim, por meio da suspensão de um ato potencialmente lesivo aos acionistas e aqueles que possam ter interesse em investir na companhia, a ação civil pública pode ser utilizada não só como um mecanismo de tutela tais sujeitos, mas como uma forma de também proteger o mercado de capitais, já que evitaria a realização de uma operação potencialmente lesiva aqueles que nele atuam.

Esta constatação indica que a ação civil pública regulada pela Lei nº 7.913/1989 pode ser enxergada como um mecanismo de salvaguarda não só dos patrimônios individuais lesados, mas também do ambiente de negociação de valores mobiliários que instrumentaliza o acesso das companhias à poupança popular.

De fato, o mercado de valores mobiliários tem função importante na economia do país, uma vez que é nele que sociedades, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, captam recursos, cujo aporte principal não precisa ser restituído aos investidores. Ou seja, o mercado de capitais consiste em uma salutar alternativa à obtenção de crédito pelas companhias junto a instituições financeiras ou a terceiros, uma vez que – salvo raras exceções, como as debêntures e *commercial papers* – ela não é obrigada a devolver o valor subscrito aqueles que adquiriram os valores mobiliários de sua emissão, mas a remunerá-los, por exemplo, mediante o pagamento de dividendos ou juros<sup>138</sup>. Isto significa que a companhia aberta tem à sua disposição a opção de captar significativo montante de recursos, devendo retribuir aqueles que os aportaram mediante o pagamento de quantia que não se confunde com o montante captado<sup>139</sup>.

Diante deste cenário, e em consonância com a relevância que as companhias abertas, tal como visto no Capítulo 1, assumem para a economia do país, a ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/1989, quando utilizada de forma preventiva, constitui também um

---

<sup>138</sup> Diferente de instrumentos de dívida, cuja amortização e quitação dos juros é devida em datas previamente estabelecidas, a distribuição de lucros observa disciplina própria e pode, em alguns casos, não ser realizada sob pena de afetar a sobrevivência financeira da companhia.

<sup>139</sup> "Se com a tutela prestada no caso concreto houver a preservação da segurança de todo o mercado de investimentos, indeterminadas serão as pessoas que terão se aproveitado do comando jurisdicional. Os reflexos da tutela, nesse caso, são muito mais abrangentes que os resultados práticos experimentados por um ou outro investidor. O que importa é a segurança da economia, não o investidor isoladamente considerado". VIGLIAR, José Marcelo Menezes. **Tutela Jurisdicional Coletiva**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 110.

mecanismo de tutela e salvaguarda do mercado de capitais<sup>140</sup>. A doutrina ratifica esse entendimento:

O que justifica o tratamento de direitos de investidores e proprietários de valores mobiliários é a circunstância de que existe um verdadeiro interesse social na preservação das regras do mercado de capitais. A violação às regras do jogo, nesses casos, afeta não apenas os diretamente relacionados com a conduta ilícita, mas o próprio mercado de capitais, que é lesado, perde credibilidade e, assim, também investidores. Daí a adequação da tutela coletiva em hipóteses como essas<sup>141</sup>.

Aliás, a utilização da ação civil pública de forma preventiva e visando a salvaguardar os interesses daqueles que atuam no mercado e a manutenção de um sólido ambiente de negociação pode ser comparada à atuação preventiva da CVM prevista no artigo 9º, § 21 da Lei nº 6.385/1976 e do artigo 124, § 5º da Lei das S.A.<sup>142</sup>.

Com efeito, seja ao suspender a negociação de valores mobiliários ou ao interromper o prazo para a realização de assembleia geral, a CVM não atua com vistas a salvaguardar um investidor específico, mas com o intuito de tutelar uma coletividade que pode ter interesse, por exemplo, na matéria a ser deliberada.

De forma semelhante, o Ministério Público, a nosso ver, pode fazer uso da ação civil pública com o intuito de evitar danos, ainda que indefinidas as eventuais vítimas. Evidentemente que esta modalidade de tutela coletiva preventiva não poderia consistir em usurpação pelo Ministério Público de funções da CVM decorrente da regulação e fiscalização do mercado de capitais. Ou seja, tratar-se-ia do uso da ação civil pública exclusivamente visando a evitar a materialização de danos aos investidores do mercado de capitais.

### 2.1.2. Reparação de Danos Individuais pela Via Coletiva

Tal como indicado em sua Exposição de Motivos, a Lei nº 7.913/1989 confere poderes ao Ministério Público para que, mediante a propositura da ação civil pública, busque

---

<sup>140</sup> Evidentemente, não se trata do único mecanismo de proteção do mercado de valores mobiliários. Na verdade, em conformidade com a Lei nº 6.385/1976, a tutela do mercado de capitais é predominantemente exercida pela CVM, especialmente, no desempenho das funções previstas nos artigos 4º, 8º e 9º da referida lei.

<sup>141</sup> GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 42.

<sup>142</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

a reparação de danos sofridos individualmente por titulares de valores mobiliários, decorrentes de uma mesma situação fática.

A utilização da ação civil pública visando à reparação de direitos individuais homogêneos no âmbito do mercado de capitais assemelha-se às denominadas *class actions* do direito norte-americano<sup>143</sup>, as quais constituem o tradicional mecanismo processual utilizado naquele país pelo qual se veicula a já examinada teoria da “fraud-on-the-market”.

No ordenamento norte-americano, consagrou-se a utilização das *class actions*, como um meio de viabilizar a obtenção de indenização por danos sofridos por uma generalidade de indivíduos, seja no âmbito do mercado de capitais, ou em outros, como o das relações de consumo<sup>144</sup>.

Diz-se que a *class action* possibilita a tutela reparatória, uma vez que, sem que fossem agregadas em um único processo, haveria inúmeras ações individuais indenizatórias, muitas das quais sequer seriam iniciadas em virtude dos custos elevados que o litígio judicial naquele país impõe aos que sofrem danos.

Nesse sentido, as *class actions* permitem que um ou mais membros de uma classe ajuíze a demanda em nome de todos os membros dessa classe, visando a beneficiar seus integrantes, na hipótese de (i) a classe ser numerosa ao ponto de que a reunião de todos os seus membros ser impraticável; (ii) haver questões de direito ou de fato comuns à toda a classe; (iii) os pleitos ou as defesas dos litigantes serem ligados aos pleitos e defesas da classe; e, (iv) as partes representativas comprometerem-se a proteger os interesses da classe de forma razoável e adequada<sup>145</sup>.

De forma semelhante às *class actions* norte-americanas, a ação civil pública proposta para a tutela de investidores do mercado de capitais brasileiro possibilita a proteção coletiva dos direitos individuais quando configurada a prevalência da comunhão fática que ensejou os danos, isto é, caracterizado o caráter homogêneo de tais direitos<sup>146</sup>.

---

<sup>143</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Rule 23 do Federal Rules of Civil Procedure*, de 16 de setembro de 1938. Disponível em: <http://www.uscourts.gov/uscourts/rules/civil-procedure.pdf>. Acesso em: 08.06.2019.

<sup>144</sup> COFFEE JR, John C. **Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future**. London: Harvard University Press, 2015, pp. 52-53.

<sup>145</sup> OIOLI, Erik Frederico; FILHO, José Afonso Leirião. Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a *Class Action* no Brasil. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 176-177.

<sup>146</sup> “(...) a homogeneidade, escrevemos em doutrina, existe sempre que os aspectos comuns dos direitos individuais prevaleçam sobre as características pessoais de cada direito”. GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 32.

No entanto, de modo distinto, a Lei nº 7.913/1989 confere, como regra, a legitimidade ativa ao Ministério Público e não a um integrante da classe de investidores eventualmente lesados.

### 2.1.3. Legitimados para a Propositura da Ação Civil Pública

Algumas peculiaridades da ação civil pública regulada pela Lei nº 7.913/1989 devem ser ainda mencionadas, pois são relevantes para a análise da forma pela qual os danos causados pelos atos praticados pelos administradores no exercício de suas funções nas companhias abertas podem ser recuperados.

A primeira delas é a identificação dos legitimados para a propositura da referida ação<sup>147</sup>. Diferentemente do que se verifica nas ações individuais de responsabilidade reguladas pela Lei das S.A. – também objeto de estudo deste Capítulo –, a Lei nº 7.913/1989 conferiu poderes ao Ministério Público para, de ofício ou mediante provocação da CVM, dar início ao pleito reparatório coletivo.

Se considerado que um dos objetivos desta modalidade de ação é a tutela do mercado de capitais, parece haver sentido em o legislador ter conferido a prerrogativa de conduzi-la ao Ministério Público tendo em vista as funções constitucionalmente conferidas a esta instituição<sup>148</sup>.

Como visto, diferentemente das *class actions* norte-americanas não se autorizou que um integrante da “classe” de investidores ou de titulares de valores mobiliários que tenha sofrido prejuízo utilize a ação civil pública visando à indenização das perdas sofridas por ele e por seus pares<sup>149</sup>.

---

<sup>147</sup> “A legitimidade, portanto, está ligada à situação processual – situação legitimante – cujas raízes estão no direito material. Autor e réu são legitimados se inseridos na relação jurídica que constituiu o fundamento da pretensão. Essa situação, segundo alguns, destaca-se daquelas de direito material, cuja existência ou não será determinada mediante juízo de mérito”. BEDAQUE, José Roberto dos Santos. **Efetividade do processo e técnica processual**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 283. No direito francês, “les parties à l’instance sont en principe des sujets de droit”. (Tradução livre: As partes no processo são, em princípio, as titulares do direito). CADIET, Loïc; NORMAND, Jacques; MEKKI, Soraya Amrani. **Théorie Générale du Procès**. 2. ed. Presses Universitaires de France, 2010, p. 716.

<sup>148</sup> BRASIL. Constituição Federal, de 05 de outubro de 1998. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 08.06.2019. “Art. 129. São funções institucionais do Ministério Público: (...) III - promover o inquérito civil e a ação civil pública, para a proteção do patrimônio público e social, do meio ambiente e de outros interesses difusos e coletivos;”.

<sup>149</sup> “Isso, pois diferentemente da class action norte-americana, sua irmã brasileira impossibilita que um investidor ajuíze a demanda diretamente e exerça o papel de representative party”. OIOLI, Erik Frederico; FILHO, José Afonso Leirião. Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a Class Action no

Da mesma forma, a lei brasileira não seguiu o exemplo do ordenamento dos Estados Unidos da América em que se confere competência à *Securities and Exchange Commission* – órgão com funções semelhantes às desempenhadas pela CVM – para propor ações civis contra os administradores, visando à adoção das medidas que possam beneficiar os investidores<sup>150</sup>.

Embora não comumente utilizada para a obtenção de reparação de prejuízos, o reconhecimento da legitimidade da *Securities and Exchange Commission* para requisitar às cortes estatais a adoção de tais medidas demonstra a relevância do conhecimento técnico da entidade encarregada, em essência, da gestão e fiscalização do mercado de capitais<sup>151</sup>.

Tal aspecto talvez devesse ter sido objeto de análise do legislador de 1989, uma vez que, embora o Ministério Público tenha a missão de zelar pelos direitos difusos e coletivos, reservar à CVM o papel de apenas provocar tal instituição a iniciar a ação civil pública pode ter significado uma perda de incentivo à defesa dos investidores do mercado de valores mobiliários<sup>152</sup>.

---

Brasil. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 187

<sup>150</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities and Exchange Act*, de 6 de junho de 1934. Disponível em: <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>. Acesso em 19.08.2019.

*Section 21(D)(3)*: “Money Penalties in Civil Actions. – (A) Authority of Commission. – Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this title, the rules or regulations thereunder, or a cease-and-desist order entered by the Commission pursuant to section 21C of this title, other than by committing a violation subject to a penalty pursuant to section 21A, the Commission may bring an action in a United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose, upon a proper showing, a civil penalty to be paid by the person who committed such violation.”.

*Section 21(D)(5)*: “Equitable Relief. –In any action or proceeding brought or instituted by the Commission under any provision of the securities laws, the Commission may seek, and any Federal court may grant, any equitable relief that may be appropriate or necessary for the benefit of investors.”. (Tradução livre: Cláusula 21(D)(3): Indenização em Ações Civis. (A) Autoridade da Comissão – Sempre que a Comissão acreditar que houve violação, por qualquer pessoa, de qualquer disposição prevista neste capítulo, ou nas regras ou regulamentos deste, ou emitir uma ordem de interrupção e desistência de acordo com a cláusula 21C deste título, exceto por violação sujeita à multa de acordo com a cláusula 21A, a Comissão poderá mover uma ação em qualquer vara federal dos Estados Unidos, sendo que tal vara deverá ter jurisdição para determinar, para buscar, mediante comprovação adequada, sanção civil a ser paga pela pessoa que cometeu tal violação. Cláusula 21(D)(5): Tutela Judicial. Em qualquer ação ou processo movido ou instituído pela Comissão nos termos de qualquer disposição prevista pelas leis de valores mobiliários, a Comissão poderá buscar, e qualquer tribunal federal poderá determinar, qualquer tutela judicial adequada ou necessária em favor dos investidores).

<sup>151</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: limites e possibilidades. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 34, ano 9, pp. 40-41, out./dez., 2006.

<sup>152</sup> Alguns autores sustentam a atuação obrigatória da CVM em tais ações civis públicas, em decorrência do disposto no artigo 31 da Lei nº 6.385/1976, segundo o qual “nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos”. MEIRELLES, Hely Lopes. **Mandado de Segurança**. 28. ed. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 199. DIDIER, Fredie. A intervenção judicial do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Art. 89 da Lei Federal 8.884/1994) e da Comissão de Valores Mobiliários (Art. 31 da Lei Federal 6.385/1976). **Revista de Processo**. São Paulo, n. 115, p. 159, maio/jun., 2004.

Isso porque, diferentemente da CVM, cuja função essencial é disciplinar e fiscalizar tal mercado, o Ministério Público tem atribuições mais amplas, o que pode, em certa medida, dificultar o direcionamento dos esforços de tal órgão para a tutela e a busca da reparação de prejuízos individuais sofridos por determinados agentes do mercado de capitais.

A falta de incentivo para que o Ministério Público inicie ações civis públicas pode também decorrer do reconhecimento pela Lei nº 7.913/1989 de que a ação coletiva não obsta o direito de o prejudicado propor individualmente ação reparatória contra aquele que causou o dano.

A esse respeito, vale mencionar que o Ministério Público pouco tem se valido das ações civis públicas com o intuito de buscar a reparação de danos suportados pela coletividade dos titulares de valores mobiliários.

Em estudo a respeito do tema, Viviane Muller Prado identificou duas atuações do Ministério Público quanto à propositura de ações civis públicas visando ao ressarcimento de supostos danos decorrentes de falhas na prestação de informações: (i) o caso Arapuã<sup>153</sup>, em que foi pedida a condenação dos acionistas controladores, dos administradores da companhia, da empresa de auditoria e de seu diretor pelos prejuízos causados em decorrência de operações de transferências de dívidas das Lojas Arapuã S.A. para suas controladoras, nos anos de 1995 e 1997, e (ii) o caso LAEP<sup>154</sup>, em que o Ministério Público, num primeiro momento, propôs ação cautelar preparatória para indisponibilizar os bens dos controladores, do administradores e da própria Laep Investments Ltd., e, posteriormente, iniciou ação civil pública em face de tais pessoas visando ao pagamento de indenização por danos difusos causados ao mercado de valores mobiliários e perdas decorrentes da infração de direitos individuais homogêneos fundamentadas na alegação de operações fraudulentas realizadas pelos réus ao emitirem *Brazilian Depositary Receipts* - BRDs no mercado de capitais nacional<sup>155</sup>.

---

<sup>153</sup> BRASIL. Tribunal Regional Federal (3ª Região). Ação Civil Pública nº 0015278-16.2004.403.6100, da 3ª Turma. Requerente: Ministério Público Federal. Requeridos: Jorge Wilson Simeira Jacob, KPMG - Auditores Independentes e outros. Relator: Desembargador Federal Nelton dos Santos.

<sup>154</sup> BRASIL. Justiça Federal de São Paulo. Ação Cautelar nº 0003526-32.2013.403.6100, da 5ª Vara Cível. Requerente: Ministério Público Federal e Comissão de Valores Mobiliários. Requerido: Marcus Alberto Elias e LAEP Investments Ltda. BRASIL. Justiça Federal de São Paulo. Ação Civil Pública nº 005926-19.2013.403.6100, da 5ª Vara Cível. Ressalta-se que esse processo tramitou em segredo de justiça.

<sup>155</sup> PRADO, Viviane Muller. Ressarcimento de Acionistas por Informação Falsa. In: ROSSETTI, Maristela Alba; PITTA, Andre Grünspun (coord.). **Governança Corporativa - Avanços e Retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 892.

Como alternativa à prerrogativa de propositura de ações civis públicas no mercado de capitais pelo Ministério Público, a doutrina, há algum tempo, reconhece a legitimidade concorrente para ajuizar a ação coletiva em questão à Defensoria Pública, à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, à autarquia, à empresa pública, à fundação ou à sociedade de economia mista ou às associações cuja finalidade seja a defesa dos interesses do investidor.

Com efeito, trata-se de ampliação da legitimidade fundamentada no artigo 3º da Lei nº 7.913/1989 que estabelece a aplicação supletiva da lei geral sobre ação civil pública, a Lei nº 7.347/1985, a qual, em seu artigo 5º, confere às pessoas referidas no parágrafo anterior os poderes para iniciar ações civis públicas<sup>156</sup>. Há quem entenda que dada a natureza jurídica de autarquia da CVM, sua legitimidade para a propositura da ação civil pública também estaria resguardada.

Ao que se tem notícia, dentre os co-legitimados para a propositura de ações civis públicas, as associações representativas dos interesses de acionistas minoritários de companhias abertas têm atuado de forma mais ostensiva, sendo cabível mencionar recente decisão proferida pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, em que foi reconhecida a regularidade de propositura de ação civil pública pela Associação dos Investidores Minoritários AIDMIN em face de Eike Fuhrken Batista visando ao pagamento de indenização aos antigos acionistas da Oléo e Gás Participações S.A. (OGPar) em virtude da prática de atos irregulares na qualidade de diretor presidente e acionista controlador de tal companhia<sup>157</sup>:

Apelação cível. Ação civil pública. Associação dos investidores minoritários. Sentença julgando extinto o feito, diante da inadequação da via eleita que merece reforma. Não se pode negar que o direito a reparação aos investidores de mercado de valores mobiliários é eminentemente individual, particular. Além disso, em que pese poderem advir do mesmo fato, são danos de ordem patrimonial e, assim, caracterizam-se por sua disponibilidade. Contudo, em uma análise mais aprofundada do ordenamento jurídico, verificamos que a ação de reparação de danos dos investidores, por meio da ação civil pública, constitui um meio para alcançar um bem maior, qual seja, a lisura no funcionamento do mercado de valores mobiliários, gerando maiores investimentos nas empresas privadas e, assim, maior geração de emprego e melhor desenvolvimento da economia nacional. Diante deste cenário, a proteção de interesses

<sup>156</sup> MEIRELLES, Hely Lopes. **Mandado de Segurança**. 28. ed. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 198.

<sup>157</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação Cível nº 0085670-76.2015.8.19.0001, da 19ª Câmara Cível. Apelantes: Associação dos Investidores Minoritários AIDMIN e Eike Fuhrken Batista. Apelados: os mesmos. Relatora: Desembargadora Valeria Dacheux. Rio de Janeiro, 25 de junho de 2019.

individuais homogêneos dos investidores poderá se revestir de relevância social quando a grande dispersão dos lesados puder levar a uma situação de impunidade dos agentes infratores. Assim, antes de se proteger o interesse individual de cada investidor prejudicado, busca defender um interesse de âmbito social que, por vezes, podem chegar e se confundir com interesses difusos. Dado provimento ao recurso para anular a sentença de piso e determinar o prosseguimento do feito.

Como se verifica, o referido julgado confirma os poderes das associações representativas dos interesses daqueles que atuam no mercado de capitais para iniciar e conduzir tal modalidade de ação coletiva.

É importante ressaltar o cuidado que se deve empregar quando da análise da legitimidade ativa das associações, a fim de não permitir que determinados indivíduos se valham da "bandeira" de defensores de uma classe de investidores para serem protetores de egoísticos interesses. Diante disso, deve ser realizado um exame substancial e não meramente formal dos requisitos de constituição da associação e da consagração dentre suas finalidades institucionais da proteção dos interesses do mercado de capitais e de seus participantes.

Com efeito, não se trata de inviabilizar a atuação das associações na proteção daqueles que participam do mercado de valores mobiliários, mas sim de garantir que aquelas efetivamente compromissadas com tal tutela possam exercê-la.

#### **2.1.4. Os Atos Danosos e os Legitimados Passivos da Ação Civil Pública**

A partir da decisão do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro antes mencionada, também se verifica outros dois aspectos relacionados à ação civil pública do mercado de capitais: (i) quais atos podem dar ensejo à propositura de tal ação; e (ii) em face de quem ela pode ser iniciada. Estas questões são relevantes, pois permitem identificar se o administrador de companhia aberta poderia ser demandado em ação civil pública na forma da Lei nº 7.913/1989 e quais espécies de danos poderiam decorrer de suas condutas.

Ainda que de forma não exaustiva<sup>158</sup>, o artigo 1º da Lei nº 7.913/1989 listou hipóteses nas quais danos podem ser causados aos investidores ou titulares de valores mobiliários.

---

<sup>158</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7.12.89 – A Tutela Jurisdicional do Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 80, ano XXIX, p. 143, out./dez, 1990. GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado

No inciso I do referido artigo, foram previstas como capazes de gerar danos e justificar a propositura de ações civis públicas, “operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários”<sup>159</sup>. Trata-se de operações que podem afetar o interesse e o montante que um investidor dispenderia para adquirir valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou o valor de venda dos títulos a serem alienados por aqueles que já os detinham<sup>160</sup>.

Para a compreensão das referidas condutas, deve-se recorrer à Instrução CVM nº 8/1979 que conceitua cada uma delas:

- a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;
- b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;
- c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardid ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;
- d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

Como se percebe, das definições emitidas pela CVM, não há uma prévia identificação dos agentes que podem praticar ou contribuir para a realização das referidas operações. De qualquer modo, o exame das condutas descritas permite determinar os

---

de Valores Mobiliários: Questões Processuais. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 43. ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 163. OIOLI, Erik Frederico; FILHO, José Afonso Leirião. Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a Class Action no Brasil. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 185.

<sup>159</sup> Segundo esclarece André Grünspun Pitta, são condutas que "tradicionalmente se perpetram por meio de um conjunto concatenado de operações cursadas em mercados bursáteis ou de balcão organizado, inseridas em complexas estratégias financeiras envolvendo sofisticados agentes atuantes no mercado de valores mobiliários (...)". PITTA, Andre Grünspun. Processo Administrativo Sancionador no Mercado de Valores Mobiliários: o Uso da Prova Indiciária. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 73-74.

<sup>160</sup> MOREIRA, Alberto Camiña. A ação civil pública da Lei 7.913/90 entre o direito coletivo e o direito societário. *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. 351-352.

potenciais causadores dos danos, isto é, os legitimados passivos da ação civil pública reparatória disciplinada pela Lei nº 7.913/1989, bem como auxilia a delimitação dos danos passíveis de indenização pelo instrumento da tutela coletiva.

A primeira conduta indicada pelo referido dispositivo consiste na criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço, a qual se configura quando agentes, por meio de operações artificiais ou, até mesmo, simuladas, criam de forma proposital um parâmetro irreal quanto ao volume de negócios de determinado valor mobiliário ou com relação aos preços praticados. Na verdade, passa a haver um falso mercado de compra e venda de determinado valor mobiliário que pode afetar aquele que adquire tais valores por montantes que não condizem com a realidade<sup>161</sup>.

Nesta primeira hipótese, os causadores dos danos são os que, de forma dolosa, criam as condições artificiais e os prejudicados são os que adquirem os valores mobiliários com base nas inverídicas premissas de compra e venda.

Diferentemente da prática anterior, a manipulação de preços caracteriza-se pela utilização de ardil com o intuito específico de induzir terceiros a realizar operações de compra ou venda de um específico valor mobiliário<sup>162</sup>. Costuma ser praticada por meio da divulgação de informações falsas sobre determinado valor mobiliário ou de seu emissor, provocando movimentos artificiais em seu preço. Embora para a configuração do ilícito na esfera administrativa da CVM não se exija prejuízo, a sua utilização como fundamento da ação civil pública, necessariamente, pressuporá a concretização do dano<sup>163</sup>.

A operação fraudulenta, por sua vez, refere-se a condutas que englobam atos fraudulentos geralmente praticados no mercado de valores mobiliários, cometidos com a finalidade de conferir vantagem patrimonial indevida ao agente, em prejuízo dos investidores e demais integrantes do mercado de capitais<sup>164</sup>.

Por fim, a denominada prática não equitativa também abarca diferentes condutas, mas para sua caracterização pressupõe que determinado agente, de forma dolosa, crie uma situação de desequilíbrio para o terceiro que com ele contrata. Costuma-se indicar como

---

<sup>161</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Jylia Sotto Maior. **O Termo de Compromisso no Âmbito do Mercado de Valores Mobiliários**. Belo Horizonte: Fórum, 2009, p. 114.

<sup>162</sup> PITTA, Andre Grünspun. Processo Administrativo Sancionador no Mercado de Valores Mobiliários: o Uso da Prova Indiciária. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 75.

<sup>163</sup> O conceito de dano e a configuração daquele que autoriza a pretensão reparatória serão examinados no item 2.1.5 e no capítulo 4 da Tese.

<sup>164</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 551.

exemplo infrações ligadas à quebra ou ao abuso dos deveres fiduciários dos intermediários que atuam no mercado de valores mobiliários com relação a seus clientes, quando tendo conhecimento que tal investidor pretende adquirir significativa quantidade de um determinado valor mobiliário, antecipa-se e os adquire para, em seguida, vendê-los ao cliente a um preço maior<sup>165</sup>.

Como se verifica, dada a generalidade e as diferentes condutas concretas que podem ser enquadradas nas referidas práticas, pode-se identificar como possíveis causadores dos danos: os administradores, as próprias companhias abertas, acionistas controladores e outros agentes que intervêm nas negociações de valores mobiliários, como administradores de fundos de investimentos ou agentes autônomos de investimento.

Com efeito, tais pessoas, dentro do escopo de sua atuação, podem, mediante a celebração de negócios jurídicos simulados ou de falsas indicações de interesse em relação a valores mobiliários de emissão das companhias abertas, alterar o funcionamento regular do mercado de capitais e a dinâmica de compra e venda dos valores mobiliários, causando prejuízos concretos aqueles com quem diretamente contratam.

Logo, configuradas perdas em decorrência de qualquer das condutas listadas no inciso I do artigo 1º da Lei nº 7.913/1989, a ação civil pública disciplinada em tal normativo pode ser utilizada para que os agentes sejam responsabilizados e as vítimas dos danos sejam devidamente compensadas.

O inciso II do mencionado dispositivo, por sua vez, consagra a propositura de ação civil pública reparatória de danos causados em decorrência da prática de *insider trading*<sup>166</sup>, o qual, como o próprio dispositivo deixa claro, pode ser cometido pelos administradores, acionistas controladores ou qualquer terceiro que, por intermédio daqueles, tenha acesso a informação relevante ainda não divulgada ao mercado e que dela se utilize para negociar valores mobiliários de emissão da companhia<sup>167</sup>.

---

<sup>165</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Maior. **O Termo de Compromisso no Âmbito do Mercado de Valores Mobiliários**. Belo Horizonte: Fórum, 2009, p. 128.

<sup>166</sup> "O insider trading materializa-se por meio da negociação de valores mobiliários de emissão de determinada companhia aberta por indivíduos que, por qualquer circunstância, tenham tido acesso a informações relevantes e não divulgadas ao público acerca da mesma, e delas se utiliza, sabendo se tratar de informação não pública, com o intuito de auferir vantagens às custas de terceiros que a ignoram". PITTA, Andre Grünspun. Processo Administrativo Sancionador no Mercado de Valores Mobiliários: o Uso da Prova Indiciária. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 78.

<sup>167</sup> O fundamento legal do *insider trading* consta do artigo 155 da Lei das S.A., segundo o qual "o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...) § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo

O inciso III do artigo 1º da Lei nº 7.913/1989, embora não indique precisamente o seu destinatário, ao estabelecer como fundamento para a propositura da ação civil pública danos decorrentes de omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como a sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa, dá um forte indicativo de que os administradores e, em especial o diretor de relações com investidores<sup>168</sup>, poderão vir a figurar como demandados na ação coletiva<sup>169</sup>.

Isso porque, nos termos do artigo 157 da Lei das S.A., os administradores das companhias abertas<sup>170</sup> estão submetidos ao denominado dever de informar, que constitui a expressão do chamado princípio do *full disclosure*<sup>171</sup> e do compromisso para com os acionistas e os potenciais investidores de lhes conferir condições suficientes para tomar decisões informadas a respeito dos negócios da companhia<sup>172</sup>.

Com efeito, a infração listada no inciso III do artigo 1º da Lei nº 7.913/1989 pressupõe, por exemplo, a falha dos administradores em cumprir a obrigação de transmitir ao mercado informações fidedignas sobre a companhia emissora.

A esse respeito o artigo 157, § 4º, da Lei das S.A. e o artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002 estabelecem que deve ser divulgada, por meio de anúncio de fato relevante, qualquer decisão do acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: (i) na cotação dos valores mobiliários de

---

ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. (...) § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”. BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.html](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.html). Acesso em: 10.12.2019. O artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 regulamenta a prática do *insider trading*.

<sup>168</sup> Trata-se de atribuição do Diretor de Relações com Investidores, conforme estabelecido no artigo 3º da Instrução CVM nº 358/2002.

<sup>169</sup> Cabe ressaltar que o objeto desta Tese é o estudo da conduta lesiva dos administradores de companhias abertas e a reparação dos danos por eles causados. Em vista disso, não está sendo analisada eventual legitimidade passiva das companhias emissoras em ações indenizatórias iniciadas com o objetivo de reparar supostos danos sofridos por acionistas em decorrência da prestação de falsas informações ao mercado.

<sup>170</sup> “A norma que trata do dever de informar está direcionada apenas aos administradores de companhias abertas, uma vez que, no caso das fechadas, não há interesses de investidores a serem tutelados”. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 388.

<sup>171</sup> DAVIES, Paul L. **Gower and Davies: Principles of Modern Company Law**. 7. ed. London: Sweet and Maxwell, 2003, p. 531.

<sup>172</sup> FOX, Merrit B. Required Disclosure and Corporate Governance. In: HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROE, Mark J.; WYMEERSCH, Eddy; PRIGGE, Stefan (coord.). **Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research**. New York: Oxford University Press, 1998, p. 701.

emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Além de a Instrução CVM nº 358/2002 estabelecer genericamente que cabe à administração da própria companhia providenciar a divulgação ao mercado a existência de decisões, fatos e atos a ela relacionados que podem impactar de forma significativa a negociação de valores mobiliários, o *caput* e os §§ 1º e 2º do artigo 3º da tal Instrução deixam claro que tal dever deve ser, em princípio, cumprido pelo diretor de relações com investidores. Ainda em conformidade com o normativo, caso tal diretor se omita no cumprimento da obrigação de informação, são igualmente responsáveis pela divulgação de ato ou fato relevante de que tenham conhecimento os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

Como se verifica, a partir do recurso às normas específicas que regulam o dever de informar no qual se baseia a hipótese de responsabilidade passível de apuração por meio da ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/1989, conclui-se que os administradores das companhias abertas podem ser legitimados passivos deste processo de tutela coletiva.

### **2.1.5. Os Danos Passíveis de Reparação**

Evidentemente que para a propositura da ação civil pública reparatória é necessária a configuração de dano decorrente de atos ilícitos, como os listados nos incisos do artigo 1º da Lei nº 7.913/1989. Da mesma forma que não foi explícita quanto aos legitimados passivos, a referida Lei não identificou precisamente quais espécies de danos podem ser objeto de recuperação pela via da ação civil pública.

Aliás, o exame do texto legal revela que foi feita remissão a algumas expressões indeterminadas ao se conceituar o dano: (i) o *caput* do artigo 1º menciona “indenização do prejudicado”, “prejuízo”, “ressarcimento de danos”; (ii) o *caput* do artigo 2º refere-se a “investidores lesados”, (iii) o § 1º do artigo 2º trata da “parcela que lhe [ao investidor] couber”; e (iv) o § 2º do artigo 2º prevê “quantia correspondente”.

As referidas expressões estão relacionadas a uma perda de caráter pecuniário, cuja identificação não é precisa. Não se consegue delimitar se tais danos dizem respeito aos

valores de negociação em bolsa das ações de emissão da companhia aberta, se se referem à diminuição da remuneração (juros ou dividendos) dos títulos em negociação no mercado de capitais, se estão relacionados aquilo que se deixou de ganhar em virtude da não aquisição de valores mobiliários em operações que pressupunham o conhecimento de informação relevante, ou ainda se têm relação com hipóteses de perdas que o legislador não teve a cautela de, ao menos, fixar os parâmetros gerais de identificação.

Esta ausência de delimitação dos danos pela Lei nº 7.913/1989 – que também é verificada em outros diplomas legais que dispõem sobre a reparação de perdas no âmbito do mercado de capitais – gera incertezas e compromete a eficácia do instrumento reparatório. Com efeito, o juízo de valor a ser feito pelo Ministério Público, ou pelos demais legitimados, a respeito da configuração da perda antes da propositura da ação civil pública passa a ser mais complexo, pois deverá ser verificado o que poderia ser entendido como “dano” para fins da tutela do mercado de capitais e dos investidores que nele atuam, para então ser identificado se tal perda ocorreu no caso concreto.

Essa insegurança a respeito do que pode ser considerado como dano reparável é também verificada nos precedentes judiciais, os quais, tal como no julgado já referido do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, vacilam em reconhecer o cabimento da tutela coletiva para a reparação de danos de origem patrimonial e disponível<sup>173</sup>.

### **2.1.6. Empecilhos à Eficácia Reparatória**

A falta de um conceito mais preciso de danos reparáveis na Lei nº 7.913/1989 contribui para o que nos parece ser o maior problema da ação civil pública do mercado de capitais: a ineficácia quanto à satisfação das perdas individualmente sofridas.

O artigo 2º do referido normativo estabelece que "as importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo". Determina ainda que tais valores serão depositados em conta judicial, até que o investidor, convocado por edital, habilite-se para receber o montante que lhe couber.

---

<sup>173</sup> BRASIL. Tribunal Regional Federal (3ª Região). Ação Civil Pública nº 0015278-16.2004.403.6100, da 3ª Turma. Requerente: Ministério Público Federal. Requerido: Jorge Wilson Simeira Jacob, KPMG - Auditores Independentes e outros. Relator: Desembargador Federal Nelton dos Santos. BRASIL. Justiça Federal de São Paulo. Ação Cautelar nº 0003526-32.2013.403.6100, da 5ª Vara Cível. Requerente: Ministério Público Federal e Comissão de Valores Mobiliários. Requerido: Marcus Alberto Elias e LAEP Investments Ltda. BRASIL. Justiça Federal de São Paulo. Ação Civil Pública nº 005926-19.2013.403.6100, da 5ª Vara Cível. Ressalta-se que esse processo tramitou em segredo de justiça.

Tais previsões revelam uma primeira dificuldade quanto ao cumprimento da decisão condenatória: determinar a “fatia” devida ao prejudicado. Sabendo-se que, muitas vezes, os prejudicados integram um conjunto indeterminado de investidores ou de titulares de valores mobiliários, o próprio cálculo matemático da proporção em relação à indenização obtida pela via coletiva pode se mostrar inviável. Quanto seria o percentual devido a um indivíduo se não se sabe quantos fariam jus à indenização conjuntamente? Caso se trate de acionista, sua perda deveria ser medida com base na participação detida ou na expressão de tal participação em seu patrimônio individual?

Outro aspecto que contribui para a ineficácia da tutela reparatória da ação civil pública do mercado de capitais é o processo de habilitação a que o prejudicado deve se submeter para obter a quantia equivalente às perdas individualmente sofridas. Com efeito, após todo o trâmite da ação civil pública, o prejudicado ainda deverá provar o dano pessoal e o nexo de causalidade entre este e o dano geral reconhecido pela sentença condenatória<sup>174</sup>.

Além disso, há dúvidas a respeito de quem estaria encarregado de definir a parte atribuível ao prejudicado: caberia ao legitimado ativo da ação civil pública, ao juiz ao fixar o montante total da indenização ou ao próprio prejudicado ao iniciar o seu processo de habilitação? De fato, mesmo que o prejudicado apresente elementos que indiquem os danos por ele sofridos, os legitimados ativos para a propositura da ação civil pública teriam alguma ingerência na confirmação da quantia reclamada ou poderiam, de alguma forma opor-se ao pleito individual, tendo em vista a tutela dos prejudicados que ainda não tenham se habilitado nos autos?

Estes questionamentos procuram demonstrar que até o prejudicado obter os recursos reparatórios dos danos que individualmente tenha sofrido um longo e complexo caminho terá que ser percorrido.

Aspecto adicional que contribui para um olhar crítico quanto à eficácia da ação civil pública no mercado de capitais, quando utilizada em sua função reparatória de perdas decorrentes da violação a direitos individuais homogêneos, é a destinação dos recursos obtidos na hipótese de os prejudicados não se habilitarem: os recursos serão revertidos ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos<sup>175</sup>.

---

<sup>174</sup> Talvez este seja um problema comum a todos os meios processuais que, pela via coletiva, buscam a tutela de direitos individuais homogêneos.

<sup>175</sup> BRASIL. Decreto nº 1.306, de 9 de novembro de 1994, que Regulamenta o Fundo de Defesa de Direitos Difusos, de que tratam os artigos 13 e 20 da Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985, seu conselho gestor e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 10 de novembro de 1994. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/1990-1994/D1306.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1990-1994/D1306.htm). Acesso em: 12.08.2019.

O fundo tem por finalidade “a reparação dos danos causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico, paisagístico, por infração à ordem econômica e outros interesses difusos e coletivos”. Ou seja, visa à tutela de interesses que não têm qualquer relação com o ressarcimento direto aos investidores prejudicados ou à proteção do mercado de valores mobiliários.

Diante deste cenário, se vencidas as diversas barreiras para a propositura, trâmite e prolação de uma sentença que determine a reparação de prejuízos causados aos titulares de direitos individuais homogêneos violados no âmbito do mercado de capitais, os recursos daí advindos poderão se perder no “limbo” dos fundos públicos se o prejudicado não recorrer voluntariamente ao procedimento de habilitação.

Essa dificuldade de concretização das pretensões individuais e a destinação de recursos a fins não relacionados aos investidores e ao mercado de valores mobiliários levam a uma descrença e ao desinteresse na utilização do mecanismo processual regulado pela Lei nº 7.913/1989.

Adicionalmente, para que a ineficácia não continue a ser um traço característico do instrumento processual previsto na Lei nº 7.913/1989, poder-se-ia estudar a viabilidade de proposições legislativas para a criação de um fundo destacado daquele da tutela genérica dos direitos coletivos e do tesouro nacional, a ser gerido, por exemplo, pela Comissão de Valores Mobiliários, a qual com muito mais propriedade, poderia utilizar os recursos na efetiva tutela do mercado de capitais. Como será visto adiante, já houve tentativas de criação de um fundo nestes moldes, mas, até o momento, os interesses legítimos de salvaguarda do mercado parecem não ter prevalecido.

## 2.2. RESSARCIMENTO DE DANOS A PARTIR DA CELEBRAÇÃO DE TERMOS DE COMPROMISSO

O segundo mecanismo que pode ser utilizado para a recuperação de prejuízos causados em decorrência da atuação lesiva de administradores de companhias abertas que a Tese se propõe a analisar é o termo de compromisso que pode ser firmado com a CVM<sup>176</sup>.

---

<sup>176</sup> Sobre este tema: FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub. **Termo de Compromisso em Processo Administrativo Sancionador da Comissão de Valores Mobiliários**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. DUBEUX, Julio Ramalho. **Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro**, Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2006.

De acordo com o artigo 8º da Lei nº 6.385/1976, compete à Comissão de Valores Mobiliários regulamentar matérias previstas em tal normativo e na lei das sociedades por ações, bem como fiscalizar as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários. No desempenho de suas atribuições legais, a CVM tem atuado não só como o “xerife” do mercado de capitais, como também contribuído para interpretação especializada da Lei das S.A..

Como muito do objeto da regulamentação ou das decisões da Autarquia constitui orientação ao mercado e aos aplicadores do direito societário, estudar aspectos controversos da lei societária – como os danos provocados pelos administradores – pressupõe o exame da atuação da Comissão a respeito do tema.

Para a presente Tese, analisar os termos de compromisso a serem firmados com a CVM no âmbito da responsabilidade administrativa dos administradores de companhias abertas também se mostra importante, uma vez que o artigo 11 da Lei nº 6.385/1976 exige como requisito à celebração de tal instrumento que o compromitente assuma a obrigação de “corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando prejuízos”.

Este mecanismo negocial é utilizado no âmbito da atuação fiscalizadora e sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários. Com efeito, compete à Autarquia, nos termos dos incisos V e VI do artigo 9º da Lei nº 6.385/1976, apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal, acionistas de companhias abertas e demais participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando-lhes, no caso de infração, as penalidades previstas no artigo 11 da mesma Lei<sup>177</sup>.

No desempenho de tais funções, a Comissão de Valores Mobiliários pode identificar ser conveniente e oportuna à satisfação do interesse público por ela tutelado, a suspensão do procedimento administrativo desde que o investigado ou indiciado assuma a obrigação de cessar a conduta ilícita ou de corrigir as irregularidades por ele praticadas<sup>178</sup>.

---

<sup>177</sup> CUEVA, Ricardo Villas Bôas. Termo de compromisso no processo administrativo sancionador do Banco Central: possibilidades e limites. In: OSÓRIO, Fábio Medina (coord.). **Direito Sancionador – Sistema Financeiro Nacional**. Belo Horizonte: Fórum, 2007, p. 296. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o Poder Disciplinar da CVM. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, n. 43, ano XX, pp. 75-76, jul./set., 1981.

<sup>178</sup> Além da conveniência e oportunidade, de acordo com o artigo 86, da Instrução CVM nº 607/2019, a aceitação da proposta de termo de compromisso leva em consideração “a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados ou a colaboração de boa-fé destes, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto”. A respeito, ver: PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD,

O uso deste instrumento como uma alternativa à conclusão do processo administrativo sancionador e à imposição de sanções tem inspiração no direito dos Estados Unidos da América, no qual são conferidos poderes à *Securities and Exchange Commission* para celebrar, com possíveis infratores da legislação, um acordo de cessação das atividades consideradas ilícitas, isto é, o *consent decree*<sup>179</sup>.

Tal como o *consent decree*, a celebração do termo de compromisso não significa a confissão pelo acusado das práticas ilícitas que lhe tenham sido imputadas, mas sim o pedido para que se suspenda e encerre a investigação ou o processo já em curso, mediante a assunção do compromisso de não mais cometer a prática reputada ilícita, bem como de adotar providências concretas como o ressarcimento integral dos prejuízos causados<sup>180</sup>.

Vale ressaltar que a utilização do *consent decree*, embora conduzida pela entidade par da CVM no ordenamento jurídico norte-americano, pressupõe homologação judicial, uma vez que a sua celebração ocorre no âmbito de ação judicial ajuizada pela SEC – e não em um processo administrativo por ela instaurado e conduzido –, a qual somente será extinta quando as cortes judiciais considerarem adimplido o compromisso assumido<sup>181</sup>.

Como se verifica, inspirado em mecanismos adotados em outros mercados de capitais, o termo de compromisso que pode ser celebrado com a CVM consiste não só em uma ferramenta de satisfação de interesses do acusado em não ser penalizado, mas também do próprio mercado de valores mobiliários, cujos integrantes, por meio da atuação da Autarquia, podem ser ressarcidos de prejuízos que a atuação lesiva lhes tenha imposto.

Trata-se, portanto, da inclusão de um instrumento de reparação de danos causados aos titulares de valores mobiliários – no âmbito de um processo administrativo

---

Arnoldo (org.). **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 410.

<sup>179</sup> “O *consent decree* pode ser conceituado como um acordo feito entre as partes, por meio do qual o investigado ou acusado, sem admitir culpabilidade, concorda em cessar a prática das atividades consideradas ilícitas pela SEC e esta, por sua vez, concorda com o encerramento consensual das investigações ou da persecução referentes aos fatos objeto do acordo ou da demanda já instaurada”. SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Maior. **O Termo de Compromisso no Âmbito do Mercado de Valores Mobiliários**. Belo Horizonte: Fórum, 2009, p. 1.

<sup>180</sup> MORAES, Luiza Rangel de. Considerações sobre o *consent decree* e sua aplicação no âmbito da disciplina do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 4, ano 2, pp. 99-113, jan./abril, 1999.

<sup>181</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Maior. **O Termo de Compromisso no Âmbito do Mercado de Valores Mobiliários**. Belo Horizonte: Fórum, 2009, p. 1.

sancionador<sup>182</sup>, o qual, por sua vez, tem por função primordial resguardar o funcionamento do mercado de capitais e o interesse público a ele adjacente.

Assim, o termo de compromisso pode conjugar aspectos da satisfação do interesse de particulares afetados negativamente pela conduta ilícita do acusado e o interesse público resguardado pela CVM na condução dos processos sancionadores, ao identificar que a não imposição de penalidade mostra-se mais conveniente e oportuna à salvaguarda do próprio mercado de capitais.

Verifica-se, de um lado, a concessão do acusado em assumir obrigações de cessar condutas supostamente irregulares ou de efetuar pagamento de quantias em dinheiro e, do outro, da Comissão de Valores Mobiliários em, uma vez atestado e homologado o cumprimento das obrigações contraídas, arquivar o procedimento administrativo (inquérito, processo sancionador ou mesmo uma inspeção) em relação ao compromitente<sup>183</sup>.

No que diz respeito à assunção da obrigação de corrigir as irregularidades, por exemplo, mediante a indenização de prejuízos, o acusado deverá indicar o montante e os destinatários da eventual reparação já na proposta para celebração do termo de compromisso<sup>184</sup>. Esta individualização dos prejuízos poderá ser mais simples quando, já na peça acusatória, a área técnica da CVM identifica os prejuízos sofridos por um ou mais investidores. Contudo, caso não seja possível identificar os prejudicados ou o dano atinja interesses difusos do mercado de capitais, a tarefa do proponente e, posteriormente, da própria CVM na definição do montante reparatório é muito mais complexa<sup>185</sup>.

---

<sup>182</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 607/2019, de 17 de junho de 2019. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 18 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/600/Inst607consolid.pdf>. Acesso em: 10.12.2019. De acordo com tal Instrução, a proposta de termo de compromisso pode ser formulada também na fase de inspeção ou de inquérito administrativo sancionador.

<sup>183</sup> FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub; BRAUN, Lucas. Artigo 11º. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei de Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, pp. 270-271.

<sup>184</sup> “A primeira é quando, na peça acusatória, já há quantificação dos prejuízos sofridos por um ou mais investidores. Nessa hipótese, a celebração do termo de compromisso está condicionada à contemplação da indenização dos potencialmente lesados. A segunda hipótese é quando o dano atinge interesses difusos ou coletivos no mercado de capitais. Nesses casos, segundo os autores, a PFE/CVM entende que o ressarcimento se dá por medidas em benefício do mercado diretamente ou da CVM”. SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSORIO, Fabio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Maior. **Mercado de Capitais – Regime Sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 253.

<sup>185</sup> “Os resultados apontam que este instrumento serve timidamente ao propósito de ressarcimento de investidores, encontrando desafios na determinação dos elementos da responsabilidade civil, em especial, a especificação do valor do dano a ser objeto de indenização”. PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 824.

Com relação à satisfação do requisito de cessar a irregularidade mediante a reparação de prejuízos, é possível identificar as seguintes situações: (i) danos causados a investidores determinados e já delimitados na peça acusatória, (ii) danos causados a investidores determinados e não individualizados na peça acusatória, (iii) danos causados a investidores indeterminados, mas determináveis, e (iv) danos causados ao mercado de capitais em geral.

Nas três primeiras hipóteses, a identificação dos prejudicados e do montante da reparação decorrem, em regra, das apurações apresentadas na peça acusatória, de sua individualização na proposta de termo de compromisso e em eventuais complementações da proposta em virtude de negociações com o Comitê de Termo de Compromisso da CVM, quando este considerar necessário seu aprimoramento como pressuposto para a celebração do termo de compromisso.

Na quarta hipótese, quando se verifica danos impostos genericamente ao mercado de capitais, o que se tem observado é uma tendência de a CVM exigir o pagamento de valor visando a desestimular a prática de infrações semelhantes pelos indiciados e por terceiros que estejam em posição similar à dos indiciados<sup>186</sup>.

Nesse mister, ainda que venha a levar em consideração circunstâncias do caso concreto, a Autarquia tem adotado alguns padrões na fixação da obrigação pagamento com base no tipo de infração incorrida pelo proponente. Por exemplo, a CVM aceita celebrar termos de compromisso com aquele que deixou de divulgar um fato relevante ou com aquele que não observou as regras mandatórias de controles internos se o proponente se comprometer a pagar determinado montante em favor da Autarquia.

Embora a fixação de um *standard* para os pagamentos em benefício da CVM como contrapartida à celebração do termo de compromisso possa dar previsibilidade aos acusados e melhor orientar o Comitê de Termo de Compromisso no desempenho de suas funções, tal medida não tem se mostrado tão adequada ao seu objetivo. Na verdade, o pagamento de uma quantia à Autarquia não se revela meio efetivo de salvaguarda do mercado de capitais, uma vez que os recursos recebidos não necessariamente serão implementados para esse fim<sup>187</sup>.

Isso decorre da inexistência de uma destinação específica dos recursos angariados por meio de celebração de termos de compromisso, já que, de acordo com a legislação

---

<sup>186</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 2006/5822. Acusada: Dayanna de Araújo Barreto Medeiros, Diretora de Relações com Investidores da CTM Citrus S.A. Relator: Diretor Pedro Marcilio Oliva de Sousa. Rio de Janeiro, 25 de outubro de 2006.

<sup>187</sup> Trata-se de crítica semelhante à apresentada quanto à destinação dos recursos decorrentes das indenizações obtidas por meio das ações civis públicas destinadas à tutela do mercado de capitais.

aplicável, os montantes são direcionados para o Tesouro Nacional e não para um fundo especial gerido pela própria CVM<sup>188</sup>.

Vale ressaltar que houve tentativa de alterar a dinâmica da destinação dos recursos recebidos a partir da celebração de termos de compromisso quando da edição da Medida Provisória nº 584/2017. Naquela oportunidade, instituiu-se o Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários, com "o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado mobiliário e a inclusão financeira, por meio de projetos da Comissão de Valores Mobiliários", a ser administrado pela própria Autarquia e constituído por valores obtidos em decorrência da celebração de termos de compromisso.

No entanto, sem a edição de lei ordinária substitutiva, a previsão a respeito da destinação dos recursos recebidos com a celebração de termos de compromisso perdeu eficácia. Aliás, a Lei nº 13.506/2017 foi posteriormente promulgada, tendo tratado de diversos temas antes previstos na Medida Provisória. Contudo, a criação de um fundo específico para receber os montantes recebidos dos signatários dos termos de compromisso não foi disciplinada.

Tal situação revela uma tendência – como se verificou no exame das ações civis públicas no mercado de capitais – à ineficácia concreta dos instrumentos de reparação de danos difusos causados aos integrantes do mercado de capitais brasileiro: os recursos, na prática, não são direcionados à tutela deste mercado.

Os problemas de eficácia de tais mecanismos, todavia, não são verificados somente na esfera coletiva, mas também na esfera individual.

Acima, foram identificadas três hipóteses que autorizariam a celebração de termos de compromisso com a CVM quando o proponente se obriga a indenizar prejuízos sofridos por investidores identificados ou, ao menos, passíveis de identificação. Embora em tais situações os danos possam efetivamente vir a ser reparados, inclusive de forma célere<sup>189</sup>, há

---

<sup>188</sup> “Os valores pagos a título de sanção pecuniária aplicada pela CVM, no entanto, são pagos ao Tesouro Nacional, e não são diretamente transferidos à CVM. Para que os valores sejam creditados à conta da autarquia, é necessário que haja atribuição pela via orçamentária. O mesmo ocorre com os valores advindos dos acordos firmados no âmbito dos termos de compromisso, os acordos celebrados para a cessação de práticas irregulares, sem assunção de culpa pelos agentes, geralmente em contraprestação ao pagamento de valores ao Tesouro”. MENDES, Helio Rubens. Artigo 7º. *In*: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 160.

<sup>189</sup> “Considerando os propósitos do termo de compromisso, uma rápida e consistente reparação das consequências das condutas potencialmente ilícitas, em cada caso, tem o poder não só de encerrar a apuração administrativa, promovida pela Comissão, como de evitar novas medidas de indenização civil, que poderiam ser propostas por terceiros eventualmente prejudicados”. LEMOS, Mário Luiz. **Reparação de danos no âmbito administrativo da Comissão de Valores Mobiliários – CVM**. 2005. Monografia (Pós-graduação em Regulação do Mercado de Capitais). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2005, p. 23.

duas questões que merecem reflexão: (i) os prejudicados não são parte dos processos administrativos sancionadores conduzidos pela CVM, e (ii) o termo de compromisso decorre de um ato voluntário do acusado, não podendo ser imposto pela CVM.

A doutrina tem se manifestado no sentido de que o termo de compromisso, embora consagre a oportunidade de reparação de prejuízos, acaba sendo fragilizado como veículo de indenização de danos, por não envolver a participação dos prejudicados<sup>190</sup>.

Como visto, a proposta para a celebração do termo de compromisso é formulada pelo acusado ou investigado, cabendo ao Comitê de Termo de Compromisso analisá-la, eventualmente, negociá-la e submetê-la à apreciação do Colegiado da CVM. Ou seja, ainda que o proponente assuma a obrigação de pagamento de indenização pelos danos causados aos prejudicados, esta depende de sua exclusiva vontade, não tendo os prejudicados qualquer ingerência na fixação do montante que eventualmente receberão.

Vale destacar quanto a este ponto que o artigo 85 da recente Instrução CVM nº 607/2019<sup>191</sup> autoriza, na hipótese de serem detectados danos a investidores e a fim de instruir a análise da proposta de termo de compromisso, a CVM a notificá-los para que apresentem informações quanto à extensão dos prejuízos que tiverem suportado e ao valor da reparação.

De acordo com o disposto no referido artigo, os prejudicados poderão prestar informações a respeito dos prejuízos, inclusive, apresentando provas concretas das perdas que tenham sofrido. Isso, contudo, não lhes confere a condição de parte no processo administrativo, impedindo que tenham ingerência sobre a definição final do montante a ser ofertado pelo proponente, bem como sobre as contrapropostas apresentadas pelo Comitê de Termo de Compromisso e sobre o montante final que a CVM venha a aceitar para a reparação dos danos e, conseqüentemente, para a extinção do processo administrativo sancionador<sup>192</sup>.

A hesitação a respeito da eficácia reparatória do termo de compromisso ainda é mais nítida quando se examina danos causados a um número indeterminado de investidores e de identidade desconhecida.

Em tal situação, a Instrução nº 607/2019 autoriza a CVM a, em comum acordo com o proponente e às suas expensas, fazer publicar editais convocando tais investidores para o

---

<sup>190</sup> PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 827.

<sup>191</sup> De acordo com o artigo 112, a Instrução CVM nº 607/2019 entrou em vigor em 01.09.2019.

<sup>192</sup> PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. v. 9. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 177.

fim de sua identificação e quantificação dos valores individuais a lhes serem pagos a título de indenização. No entanto, tamanha é a dificuldade para que o termo de compromisso seja utilizado para reparar prejuízos que tenham sido causados a uma gama indeterminada de investidores que a própria Autarquia, no relatório de análise publicado no âmbito da audiência pública que deu origem à Instrução CVM nº 607/2019, indicou que:

concorda que o procedimento descrito no art. 85 é complexo e pode se mostrar demasiadamente custoso em determinadas circunstâncias (...) tem-se que a faculdade prevista no dispositivo constitui instrumental relevante, ainda que aplicado com menos frequência como mostra a experiência prática<sup>193</sup>.

Com tal manifestação, a CVM parece indicar que precisava oferecer uma resposta aos “clamores” por novos mecanismos de reparação de danos que sejam eventualmente sofridos pelos agentes do mercado de capitais, mesmo que, na prática, tal solução não venha a ser utilizada.

Como se verifica, a análise da destinação dos recursos obtidos pela CVM com a celebração de termos de compromisso, bem como da forma e daqueles que têm as prerrogativas para fixar obrigações reparatórias a serem assumidas em tais instrumentos revela uma propensão à frustração do uso do termo de compromisso para a salvaguarda de pretensões indenizatórias em face dos diferentes agentes do mercado de capitais, dentre os quais, por evidente, os administradores de companhias abertas.

A pouca utilização do termo de compromisso para essa finalidade também é verificada a partir do exame das decisões do Colegiado da CVM que autorizaram a sua celebração. Segundo pesquisa realizada por Viviane Muller Prado e Renato Vilela, entre 1997 a agosto de 2013, a CVM celebrou 430 (quatrocentos e trinta) termos de compromisso, mas apenas 30 (trinta) deles previram indenização a terceiros, o que corresponde a apenas 6,9% do total<sup>194</sup>.

---

<sup>193</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Análise, Audiência Pública SDM nº 02/18 – Processo CVM SEI nº 19957.006565/2017-86, cujo objeto é a minuta de instrução que institui novo marco sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2018/sdm0218.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0218.html). Acesso em: 12.08.2019.

<sup>194</sup> PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012. pp. 828-829.

Visando a complementar os dados obtidos pelos referidos Autores, verificou-se que no período de agosto de 2013 a julho de 2019, 4 (quatro) termos de compromisso dentre 205 (duzentos e cinco) celebrados pela CVM previram o pagamento de indenização a prejudicados<sup>195</sup>.

Tais informações demonstram que, em pouquíssimas oportunidades, o termo de compromisso celebrado com a CVM tem sido utilizado como meio de reparação de prejuízos causados a um grupo de investidores determinado ou determinável. Vale ressaltar que há situações em que não existe um dano específico que deva ser reparado, razão pela qual a fixação de pagamento de quantias em favor da CVM tem por objetivo fazer com que o proponente assuma uma obrigação financeira que o desencoraje a atuar de forma irregular.

Contudo, o que esse reduzido número de termos de compromisso prevendo a indenização a investidores também pode confirmar é a dificuldade na identificação do dano. Ou seja, talvez não se tenha claro que, por exemplo, a não divulgação de um fato relevante,

---

<sup>195</sup> (i) Processo Administrativo Sancionador nº 19957.001493/2016-8: Para a celebração do termo de compromisso, exigiu-se da corretora acusada de ter faltado com a supervisão de agentes autônomos de investimentos que contratassem os investidores lesados e apresentasse comprovação de que eles estavam de acordo com o montante que lhes seria indenizado. Além disso, exigiu-se da corretora o pagamento de quantia visando à reparação dos danos difusos. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.001493/2016-08. Acusados/Comprometentes: Petra Trader Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., atualmente denominada Finaxis Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., Fernando Marques de Masillac Fontes, na qualidade de diretor responsável nos termos da Instrução CVM nº 51/86, Lúcio dos Santos Faria e João Vicente Sanches Neto, ambos na qualidade de Agentes Autônomos de Investimentos, Luís Gustavo Deodato de Oliveira e Ricardo Binelli, na qualidade de diretores da Petra. Relator: Superintendência Geral. Rio de Janeiro, 19 de março de 2019. (ii) Processo Administrativo Sancionador SEI 19957.002377/2017-89 (PAS RJ 2017/1246): Tratava-se de processo instaurado para apurar a responsabilidade de membros no Conselho de Administração por terem aprovado o pagamento de remuneração aos administradores em montante superior ao deliberado pela assembleia geral. Para a celebração do termo de compromisso, os comprometentes se obrigaram a indenizar a companhia mediante o pagamento do valor a maior recebido pelos administradores e a pagar a CVM quantia com o intuito de reparar os danos difusos causados ao mercado de capitais. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador SEI 19957.002377/2017-89 (PAS RJ 2017/1246). Acusados/Comprometentes: Armando Zara Pompeu, Bruno Padilha de Lima Costa, Fabio Franchini, Luiz Carlos Almeida Braga Nabuco de Abreu e Marcelo de Andrade Casado, na qualidade de ex-conselheiros de administração da Brasil Insurance Participações e Administração S.A. Relator: Superintendência Geral. Rio de Janeiro, 21 de novembro de 2017. (iii) Processo Administrativo Sancionador RJ 2012/11094: Acusou-se os administradores de descumprimento do § 5º do artigo 202 da Lei das S.A. em virtude de não destinarem ao pagamento de dividendos montante registrado na reserva de lucros a realizar que, contudo, foi realizado no exercício social. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador RJ 2012/11094. Acusados/Comprometentes: Marcelo de Souza Sarcela Portela, Ricardo Dell Aquila Mussa, Rubens Ometto Silveira Mello, Burkhard Otto Cordes e Celso Renato Geraldin, na qualidade de administradores da Usina Costa Pinto S.A. Açúcar e Alcool. Relator: Superintendência Geral. Rio de Janeiro, 11 de novembro de 2014. (iv) Processo Administrativo Sancionador RJ 2013/1205: A Gestora de Fundos de investimento, acusada de votar normas sobre formalização de adesão do cotista ao fundo de investimento, de alterar o regulamento sem prévia deliberação dos cotistas e de não entrega de demonstrativos do fundo, se comprometeu a indenizar o cotista único do fundo de investimentos e a pagar 20% de tal montante em favor da CVM. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador RJ 2013/1205. Acusado/Comprometente: Geração Futuro Corretora de Valores S.A. Relator: Superintendência Geral. Rio de Janeiro, 01 de julho de 2014.

a falta de apresentação de demonstrações financeiras no prazo legal, ou a usurpação de uma oportunidade comercial pelo administrador podem causar perdas concretas aos acionistas e aos demais *stakeholders* que se relacionam com a companhia emissora e cuja tutela, em virtude de integrarem o mercado de capitais, a CVM deveria se dedicar.

O que se coloca em debate é que a baixa utilização dos termos de compromisso pela CVM como instrumento da reparação de danos causados aos investidores decorre de uma falta de clareza – legal, regulamentar e jurisprudencial – sobre quais são os danos que ensejam obrigações indenizatórias.

Diante deste cenário, embora os termos de compromisso possam ser utilizados para a tutela reparatória de prejuízos sofridos por agentes do mercado de valores mobiliários, há diversos fatores contribuindo para sua pouca utilização na feição indenizatória, quais sejam, a reduzida interferência dos prejudicados, o caráter voluntário em sua origem, a dificuldade em identificar os prejudicados e a qualificação dos danos reparáveis.

O estudo efetuado nos capítulos seguintes visa justamente a sobrepor a barreira da identificação dos danos passíveis de reparação, pois, uma vez estabelecidas premissas mais nítidas a respeito das hipóteses que podem dar ensejo a pretensões indenizatórias, mais facilmente a CVM poderá direcionar os proponentes a adotar obrigações nesse sentido.

### 2.3. MECANISMOS AUTORREGULATÓRIOS DE REPARAÇÃO DE PREJUÍZOS

No mercado de capitais brasileiro, há dois instrumentos previstos em normas decorrentes do exercício de poderes de autorregulação que, de alguma forma, estão relacionados à reparação de prejuízos sofridos por aqueles que nele atuam: o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ("MRP") gerido pela BSM Supervisão de Mercados – sociedade integrante do grupo econômico liderado pela B3 S.A. – e as sanções aplicáveis às companhias abertas cujas ações estejam listadas no segmento diferenciado de governança corporativa do Novo Mercado.

No primeiro caso, há efetivo ressarcimento de danos sofridos por determinadas pessoas em virtude da atuação irregular dos que prestam serviços de intermediação de operações com valores mobiliários no mercado de bolsa administrado pela B3 S.A. ou de serviços de custódia inerentes a tais transações. Já na hipótese da fiscalização do cumprimento das normas relativas ao Regulamento do Novo Mercado e da aplicação de

sanções daí decorrentes, tem-se a atuação da B3 S.A. que leva em consideração os prejuízos advindos das condutas irregulares dos administradores das companhias abertas.

### 2.3.1. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos

De acordo com o Regulamento em vigor a partir de junho de 2019, o MRP consiste no veículo por meio do qual determinada pessoa natural ou jurídica pode pleitear o ressarcimento de prejuízos causados pelos participantes autorizados pela B3 S.A. a operar nos mercados de bolsa sob sua administração ou a prestar os serviços de custódia inerentes a operações em tal mercado<sup>196</sup>.

Os atos que permitem a utilização do MRP estão relacionados a ações ou omissões perpetradas pelos referidos agentes quando da prestação de serviços de intermediação de negociações com valores mobiliários ou de sua custódia. Trata-se de mecanismo indenizatório que tem como fundamento práticas danosas específicas, não aplicáveis indistintamente a qualquer atuação no mercado de capitais, como seria a dos administradores de companhias abertas.

O objetivo do MRP é resguardar o interesse daqueles – acionistas ou não – que recorram ao mercado de bolsa para negociar valores mobiliários, conferindo-lhes segurança a respeito da regularidade das funções desempenhadas pelos intermediários. Ou seja, ao assegurar que, caracterizada conduta ilícita de tais agentes e comprovado o dano, o participante fará jus à indenização, a B3 S.A. visa a atrair novos investidores e a incentivar as negociações no mercado de bolsa por ela gerido.

Embora não utilizável como meio para a reparação de danos decorrentes das condutas de administradores de companhias abertas, a remissão a este mecanismo de ressarcimento é relevante, pois ele fornece parâmetros para o estudo de alternativas à reparação dos danos provocados pelos administradores das sociedades atuantes no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

Além de delimitar especificamente os agentes que podem ser demandados, o MRP estabelece um teto reparatório. Isto é, de acordo com o inciso III do artigo 1º c/c artigo 3º do

---

<sup>196</sup> “Trata-se do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, administrado pela BSM - Bolsa de Supervisão de Mercados, que serve apenas para as falhas no mercado secundário e problemas originários da atuação das corretoras no mercado da BM&FBovespa”. PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de; WALD, Arnoldo. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 418.

Regulamento, o MRP permite a entrega ao prejudicado de valores mobiliários ou de valor em dinheiro no máximo equivalente a R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais) por conjunto de negócios de compra, venda ou empréstimo de valores mobiliários que componham uma mesma operação estruturada realizada em seu nome.

Esta limitação do valor passível de recuperação decorre de o MRP não consistir no mecanismo exclusivo da obtenção da reparação de danos decorrentes da intermediação da negociação e da custódia de valores mobiliários. Na verdade, ao fazer uso dele, o prejudicado busca a reparação em recursos mantidos junto à BSM pelos intermediários das operações em bolsa. Isso significa que, caso procedente o pleito reparatório, o prejudicado receberá os recursos ou os valores mobiliários diretamente da BSM, cabendo aos intermediários responsáveis pelo prejuízo indenizado repor ao MRP, em dinheiro, o valor ressarcido<sup>197</sup>.

Caso os prejuízos efetivamente sofridos pelo participante do mercado sejam superiores ao teto que o MRP lhe assegura reparação, ele poderá recorrer a outras vias indenizatórias, como a propositura de ação de responsabilidade civil – pela via judicial ou arbitral – contra os intermediários causadores dos danos.

Como se verifica, a garantia de uma mínima indenização aqueles que negociam no mercado de bolsa, na hipótese de danos provocados pelos intermediários, não impede o exercício do direito à plena reparação da perda sofrida. No entanto, esta base indenizatória assegurada revela que, utilizando-se de recursos e normas privadas, disciplinou-se e criou-se um sistema reparatório de danos que, ao que se tem notícia, tem se mostrado eficiente para a salvaguarda dos investidores e tem cumprido a função repressiva e preventiva quanto à atuação regular dos intermediários das negociações no mercado de bolsa.

Na verdade, o MRP indica que a autonomia privada – aí expressa na vontade da B3 S.A. e dos intermediários das operações em bolsa – pode criar reservas financeiras que visem a assegurar a regularidade das transações com valores mobiliários, dando garantia aqueles que tenham interesse em recorrer a estas operações que eventuais práticas ilícitas serão passíveis de reprovação e os danos dela originados poderão, ainda que sujeitos a um limite, ser indenizados.

A utilização de um mecanismo reparatório nesses moldes, como veremos mais adiante, talvez somente seja possível em relação a um pequeno grupo de destinatários, cuja

---

<sup>197</sup> BSM Supervisão de Mercados. Artigo 18 do Regulamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/BSMRegulamentoMRP.pdf>. Acesso em: 09.08.2019.

fiscalização seja diuturna e eficaz. Ou seja, aventar a criação de um mecanismo de ressarcimento dirigido genericamente à reparação de danos causados aos acionistas por atos de administradores de companhias abertas, praticados em infração ao artigo 158 da Lei das S.A., talvez não seja uma solução que, na prática, possa ser viabilizada.

Aliás, outro empecilho pode ser identificado. Como mencionado, as indenizações fixadas no âmbito dos MRPs são pagas a partir de fundos que os intermediários de valores mobiliários mantêm junto a B3 S.A.. Ao se cogitar a criação de um fundo, a partir do qual se poderia garantir uma indenização mínima aqueles que venham a sofrer danos pela conduta dos administradores, talvez fosse necessário impor uma obrigação às companhias abertas.

Como o fundo objetivaria repor perdas causadas pelos administradores, eles é que deveriam transferir os recursos necessários à criação de uma substancial “poupança” para salvaguardar interesses indenizatórios mínimos daqueles que eles venham a lesar. No entanto, os administradores são pessoas naturais e, normalmente, não gozam de uma capacidade financeira que lhes permitiria, de forma satisfatória, contribuir para a formação do referido fundo.

Diante disso, poder-se-ia cogitar de as próprias companhias aportarem recursos e, assim, auxiliarem na formação do fundo indenizatório. No entanto, ainda que isso possa decorrer de atos de autônoma vontade social, não nos parece que seria correto, ou até justo, impor o ônus patrimonial à companhia, quando a própria lei afasta a responsabilidade da sociedade quando do rompimento do vínculo orgânico com seus administradores.

### **2.3.2. Imposição de Sanções pelo Descumprimento do Regulamento do Novo Mercado**

Embora o controle de muitas companhias abertas ainda seja exercido de forma concentrada por alguns grupos familiares<sup>198</sup>, o mercado de valores mobiliários brasileiro sofreu significativa evolução, nos últimos 20 (vinte) anos, tendo vivenciado processos de abertura de capital e o desenvolvimento de estruturas internas e externas de poder que aproximam algumas delas das referidas “corporations”.

Este avanço do mercado de capitais brasileiro e das companhias nele atuantes está, em certa medida, refletido na criação pela B3 S.A. de segmentos de negociação

---

<sup>198</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 102-103. PARENTE, Norma. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 15, ano 5, p. 82, jan./mar., 2002.

diferenciados, nos idos dos anos 2000, cujos regulamentos estabelecem práticas de governança adicionais às que são exigidas pela legislação societária.

As companhias abertas são incentivadas a aderir a tais regras e a listar as ações de sua emissão em tais segmentos, pois, ao se comprometerem com a observância dos respectivos regulamentos, são valoradas favoravelmente pelo mercado, que nelas enxerga maior compromisso com transparência, com o respeito aos acionistas minoritários e com a clareza nas divulgações de seus resultados financeiros<sup>199</sup>.

No segmento do Novo Mercado, as companhias abertas devem observar, dentre outras, as seguintes obrigações: (i) dividir o capital social exclusivamente em ações ordinárias<sup>200</sup>; (ii) manter em circulação o percentual mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) do capital social ou 15% (quinze por cento) do capital social, desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), considerados os negócios realizados nos últimos 12 (doze) meses<sup>201</sup>; (iii) não incluir “cláusulas pétreas” em seus estatutos sociais<sup>202</sup>; (iv) prever mandato unificado para o exercício de cargo no conselho de administração de no máximo 2 (dois) anos, permitida a reeleição, sendo tal órgão composto por, no mínimo, 2 (dois) ou 20% (vinte por cento) de conselheiros independentes, o que for maior<sup>203</sup>; (v) estruturar processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria<sup>204</sup>; (vi) divulgar o valor da maior, da menor e o valor médio da remuneração anual, fixa e variável, do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal, relativamente ao último exercício social<sup>205</sup>; (vii) não permitir que os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração sejam desempenhados pela mesma

---

<sup>199</sup> Sobre esse assunto: RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e Efeitos Jurídicos da Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 127, ano XLI, p. 171, jul./set., 2002. VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 146, ano XLVI, p. 66, abr./jun., 2007

<sup>200</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 8º do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>201</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 10 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>202</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 7º, inciso II do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>203</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigos 14 e 15 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>204</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 18 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>205</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 19 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

pessoa<sup>206</sup>; (viii) determinar a realização, pelo seu controlador, de oferta pública de aquisição de ações – por, no mínimo, seu valor econômico – em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento em questão<sup>207</sup>; (ix) resolver conflitos societários por meio de arbitragem, a ser administrada pela Câmara do Mercado<sup>208</sup>; e (x) conferir o direito de venda conjunta das ações detidas pelos não-controladores pelo mesmo preço pago aos acionistas controladores em caso de alienação de controle a terceiros<sup>209</sup>.

Dentre as diversas práticas que as companhias abertas, cujas ações estejam listadas no segmento do Novo Mercado devem seguir, estão obrigações relacionadas às funções desempenhadas por seus administradores, as quais visam a profissionalizar a gestão das sociedades anônimas no mercado de capitais brasileiro.

Buscando garantir o cumprimento das referidas obrigações, o Regulamento do Novo Mercado confere poderes à B3 S.A. para impor sanções às companhias aderentes, a seus administradores e a seus acionistas quando descumprirem requisitos e obrigações estabelecidos no próprio Regulamento ou em determinações da B3 S.A. a ele relativas<sup>210</sup>.

São cinco as modalidades de sanções que podem ser impostas: (i) advertência por escrito, (ii) multa, (iii) censura pública, (iv) suspensão da companhia do Novo Mercado, e (v) saída compulsória do Novo Mercado. Ponto central que interessa à presente Tese é o de que, na definição do tipo de penalidade a ser aplicada, a B3 S.A. deve levar em consideração, dentre outros aspectos, "os danos resultantes para o mercado e para os seus participantes".

Ao eleger tais aspectos como orientadores da fixação de sanções, o artigo 53 do Regulamento do Novo Mercado confirma que, da atuação da companhia emissora, de seus administradores ou de seus acionistas, podem advir perdas aos participantes do mercado de valores mobiliários e ao próprio mercado<sup>211</sup>.

---

<sup>206</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 20 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>207</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigos 10.2 e 11.2 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>208</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 39 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>209</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 8.1 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>210</sup> B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigos 47 e 48 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

<sup>211</sup> Cabe ressaltar que o artigo 53 do Regulamento do Novo Mercado não identifica os acionistas como participantes do mercado de capitais, razão pela qual se deve entender que os prejudicados pelos atos objeto de sanções não são somente os acionistas da companhia emissora. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Artigo 53 do Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 09.08.2019.

Além de ratificar a existência de danos de natureza difusa, coletiva e individual, o dispositivo mencionado lhes atribui importância ao indicar que eles deverão ser levados em consideração para fins da aplicação de sanções aos destinatários do Regulamento, isto é, às companhias, a seus administradores ou aos acionistas.

A partir das informações divulgadas pela B3 S.A. sobre a aplicação de sanções aos destinatários das normas do Regulamento do Novo Mercado, não foi possível verificar se, de alguma forma, os eventuais prejuízos decorrentes das atuações lesivas foram objeto de ponderação na fixação da sanção. Com efeito, a B3 S.A. divulga em seu *website* informações relativas ao envio de notificações e imposição de multas às companhias que tenham descumprido regras constantes do Regulamento do Novo Mercado, estando disponíveis dados referentes ao período de 2016 a 2019.

Contudo, das informações apresentadas não é possível extrair qual tem sido a tendência da B3 S.A. quanto a levar em consideração os prejuízos sofridos pelos investidores para fixação das multas, tampouco aquilo que entende como necessário à caracterização dos danos, já que as decisões adotadas e sua fundamentação são sigilosas.

Assim, embora o Regulamento do Novo Mercado indique que os prejuízos causados devam ser considerados na aplicação de penalidades, não é possível precisar como, de fato, tais elementos têm sido examinados pela B3 S.A..

Aliado à ausência de uma verificação mais específica da forma como prejuízos possam afetar a repreensão à atuação lesiva das companhias, de seus administradores e de seus acionistas na esfera da auto-regulamentação, outro ponto merece destaque a respeito da tutela dos danos decorrentes dos referidos atos: parece ter havido uma cautela – talvez excessiva – em não criar, no âmbito do próprio Novo Mercado, um mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

Ou seja, se o Regulamento do Novo Mercado conferiu poderes à B3 S.A. para impor penalidades às companhias, aos administradores e a seus acionistas quando atuam em desconformidade, não só com as regras de tal normativo, mas também com as normas estatutárias, legais e regulamentares, e se reconheceu que de tais atos podem advir danos ao mercado e a seus participantes, poderia ter sido criado, nos moldes do MRP, um instrumento privado de reparação de danos.

Tal fato, inclusive, pode levar a situações em que a B3 S.A. considere ter havido prejuízos em decorrência da conduta de tais agentes, impondo-lhes sanções, e, ao mesmo tempo, na esfera judicial ou arbitral, o julgador concluir pela improcedência de pedidos

reparatórios pela não caracterização de dano.

Assim, também visando a superar esta situação de potencial contradição, poderia ter sido aventada a criação de um fundo de recursos a serem aportados pelas companhias abertas cujas ações estejam listadas no segmento do Novo Mercado, para que, satisfeitos os requisitos da configuração do dano e do nexos causal, fosse garantida indenização mínima aos prejuízos que sejam causados aos participantes desse mercado pela atuação ilícita das companhias, seus administradores e seus acionistas.

Embora uma solução fundamentada na autorregulação possa ser uma alternativa interessante para a garantia de uma base de reparação de danos no âmbito do mercado de valores mobiliários, esta Tese relembra algumas dificuldades antes mencionadas.

Dada a amplitude do mercado, as incalculáveis hipóteses de ocorrência de danos e a indefinição prévia número de atingidos pelas perdas, a criação de um fundo de recursos destinado a esse fim poderia encontrar obstáculos no cálculo numérico do montante necessário à sua formação. Isto quer dizer: como calcular o quanto cada companhia deveria contribuir para tal fundo se não há parâmetros prévios para delimitação dos danos e dos possíveis prejudicados?<sup>212</sup>

Além disso, por se tratar de um mecanismo fundamentado na autonomia privada dos participantes do mercado de valores mobiliários e da sua "gestora", seria passível de questionamento a atribuição de poderes a B3 S.A. para definir a caracterização de determinadas hipóteses de danos como passíveis de reparação. Ou seja, caso se seguisse os moldes do MRP, a decisão a respeito do que constitui dano e a definição do *quantum* devido ao prejudicado – ou a diversos deles – ficaria a cargo de um órgão da B3 S.A..

Diante disso, e retomando o que mencionamos quando da análise do MRP, a Tese entende que meios privados de reparação de danos encontram uma limitação estrutural para a sua aplicação: para serem efetivos devem ter como base um grupo específico de agentes e prejudicados, devem ser constituídos por aportes efetuados pelos prováveis responsáveis e devem visar a reparar danos decorrentes de atos previamente identificáveis como lesivos.

Na esfera das relações entre os participantes do mercado e os intermediários das negociações de valores mobiliários em bolsa de valores é possível ter um controle elementar a respeito de quem e em face de quem se pode pleitear a reparação de danos, bem como quais atos podem dar ensejo aos pleitos reparatórios.

---

<sup>212</sup> Foge ao escopo desta tese a realização de cálculos matemáticos, mas caso eles sejam possíveis, talvez o estudo de um mecanismo reparatório fundamentado na autorregulação devesse ser aprofundado.

Por outro lado, no âmbito do mercado de capitais como um todo, a pluralidade de condutas dos administradores que podem dar origem a danos e indeterminação daqueles que podem ser por elas atingidos representam dificuldades para que se cogite, por exemplo, da criação de um mecanismo privado de indenização.

## 2.4. AÇÃO DE RESPONSABILIDADE CIVIL CONTRA O ADMINISTRADOR

Analisou-se, até o momento, os mecanismos de tutela individual e coletiva, de natureza pública e privada, que têm sido utilizados, no âmbito do mercado de valores mobiliários, com o objetivo de reparar danos causados por diferentes agentes, dentre os quais os administradores de companhias abertas.

Conforme exposto no Capítulo 1, a Lei das S.A. disciplinou de forma específica uma das hipóteses de responsabilidade pelas perdas provocadas no mercado de capitais, qual seja, a reparação dos danos causados pela conduta dolosa ou culposa, ou em infração à lei ou ao estatuto social, de administradores das sociedades anônimas.

O legislador societário poderia ter estabelecido apenas regras de direito material, identificando as condutas dos administradores que entendesse como passíveis de causar dano e, por consequência, ensejadoras do dever de indenizar. Essa opção é, inclusive, a adotada pelo Código Civil, cujos artigos 186 e 927 preveem exclusivamente a obrigação de reparação de danos<sup>213</sup>.

Diferentemente do legislador civilista que disciplinou apenas aspectos materiais relacionados à responsabilidade civil, a Lei nº 6.404/1976, no artigo 159, consagra normas de caráter material e processual, as quais, com base na identificação de danos, regulam a legitimidade e estabelecem os requisitos para a propositura da ação de responsabilidade em face dos administradores de sociedades anônimas<sup>214</sup>.

---

<sup>213</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 26.12.2019.

“Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”.

“Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”.

<sup>214</sup> Há quem identifique a diferença entre as ações com base na causa de pedir. “A diferenciação entre a ação social e a ação individual pauta-se, portanto, pela adequada identificação da causa de pedir. Na ação social, seja na modalidade ut *universi*, seja sob a vertente ut *singoli*, o fundamento é sempre o mesmo: a defesa do patrimônio social. A causa de pedir, portanto, é invariavelmente a ocorrência de dano ao patrimônio social causado pelos administradores ou pelos controladores. Na ação individual, por outro lado, o objetivo é reparar o prejuízo sofrido diretamente pelo acionista em função de ato dos administradores. Nessa hipótese, há uma imputação

Nesse sentido, o *caput* do artigo 159 da Lei das S.A. legitima a companhia para, mediante prévia deliberação da assembleia geral, propor a ação de responsabilidade civil contra o administrador pelos prejuízos causados ao patrimônio social<sup>215</sup>. Trata-se de dispositivo que identifica, de forma genérica, os danos causados à sociedade e estabelece os requisitos para que a companhia inicie os processos reparatórios – judiciais ou arbitrais – em face de seus administradores<sup>216</sup>.

Questão a ser examinada diz respeito a verificar a existência de razões que justifiquem a lei societária ter regulado de forma específica aspectos processuais da ação de responsabilidade civil contra os administradores. Ademais, deve-se analisar se as previsões consagradas no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 afastariam as normas gerais – sejam materiais ou processuais – relativas à reparação de danos<sup>217</sup>.

Trata-se, com efeito, de examinar se a Lei das S.A. criou um sistema próprio de responsabilidade dos administradores, isto é, se seria necessário recorrer a institutos e conceitos de outros ramos do direito para que a pretensão reparatória fundamentada no artigo 158 produza efeitos em sua integralidade.

A resposta a tais questionamentos pressupõe, num primeiro momento, a análise histórica da constituição das sociedades anônimas, em especial, das companhias abertas,

---

delitual comum”. CORDEIRO, António Menezes. **Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais**. Lisboa: LEX, 1997, p. 496.

<sup>215</sup> BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 26.12.2019.

“Art. 159. Serão igualmente anuláveis os contratos onerosos do devedor insolvente, quando a insolvência for notória, ou houver motivo para ser conhecida do outro contratante”.

<sup>216</sup> BRASIL. Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, anteriormente, previa: “Art. 123 Compete à sociedade a ação de responsabilidade civil contra os diretores pelos prejuízos diretamente causados ao seu patrimônio, mas, se não a propuser, dentro de seis meses, a contar da primeira assembleia geral ordinária, qualquer acionista poderá promovê-la. Os resultados da ação de responsabilidade civil beneficiarão o patrimônio social, devendo a sociedade indenizar o acionista das respectivas despesas. Parágrafo único. Quando o mesmo fato causar prejuízos à sociedade e diretamente a qualquer acionista, poderá este intentar contra o diretor ou diretores responsáveis a ação que couber, independentemente do prazo fixado neste artigo”. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del2627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm). Acesso em: 26.12.2019.

<sup>217</sup> Segundo Nelson Eizirik, "A Lei das S.A. dispensou tratamento específico às ações de responsabilidade no âmbito das sociedades anônimas, tendo estabelecido nos arts. 117, 159 e 246 a obrigação de o acionista controlador, os administradores e a sociedade controladora ressarcirem os danos causados por atos ilícitos". EIZIRIK, Nelson. A “fraud on the market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro? *In*: VENANCIO 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. 93. No mesmo sentido, os co-autores do projeto de lei que resultou na edição da Lei n. 6.404/1976 indicam “esse fato também decorre da premissa maior de que o sistema de responsabilidade dos administradores da sociedade anônima é especial e difere do sistema de responsabilidade tradicional”. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 886.

bem como a verificação das finalidades que se pretende atingir com a constituição de um ente com personalidade distinta da de seus fundadores e da dos que venham a ser titulares de ações representativas de seu capital social.

Tradicionalmente, atribui-se a constituição de pessoas jurídicas ao interesse de duas ou mais pessoas reunirem-se para desenvolver um empreendimento comum, bem como para obter lucro mediante a prática de determinada atividade. Evidentemente, há outros interesses, como, por exemplo, o de, no desempenho da atividade econômica organizada<sup>218</sup>, blindar-se da responsabilidade patrimonial direta pelos danos que tal prática pode causar, de buscar melhor proveito econômico a partir da estruturação de planejamento fiscal e tributário mais benéfico, ou ainda de aproveitar estruturas de financiamento cuja oferta costuma ser mais ampla às sociedades.

Nas companhias abertas, como observado no Capítulo 1, especialmente por se tratar de espécie de sociedade anônima que tem por fim, em regra, desenvolver grandes empreendimentos e atividades de significativo porte, a finalidade lucrativa daqueles que adquirem ações de sua emissão é patente<sup>219</sup>.

Com efeito, a titularidade de ações permite que o seu titular, tenha ele adquirido tais valores mobiliários na constituição da sociedade ou no mercado secundário, participe da partilha dos lucros que a companhia aufera, seja mediante a distribuição de dividendos, seja pelo pagamento de juros sobre capital próprio.

Para a satisfação dos objetivos lucrativos, tanto dos acionistas como da própria companhia, é primordial que ela seja gerida por administradores qualificados e comprometidos com o bom desempenho das atividades empresariais. Se, como visto, os administradores são aqueles que “presentam” a companhia, o sucesso dos negócios está diretamente relacionado à excelência da gestão por eles realizada. Isso, inclusive, fica mais evidente nas companhias com capital dispersos e sem controlador definido, em que a direção, tanto no âmbito das deliberações empresariais macro – por exemplo, fixação da orientação geral dos negócios, aprovação de planos de investimento, análise das contas e avaliação das

---

<sup>218</sup> BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”.

<sup>219</sup> As companhias abertas, além das ações, habitualmente, emitem outros valores mobiliários, por exemplo, instrumentos de dívida como as debêntures. Em tais hipóteses, o investidor que adquire tais valores, ainda que tenha interesse em a companhia ser lucrativa para ter meios de arcar com suas obrigações, visam, de forma mais direta, ao recebimento dos recursos e das taxas de remuneração dos recursos que a ela concederam. A peculiaridade dos interesses e da posição exercida pelos acionistas será objeto do Capítulo 3.

condutas dos executivos – quanto nas decisões do dia-a-dia social, fica a cargo dos administradores, cabendo aos acionistas intervenção residual.

De fato, em tais companhias, inexistente o titular do poder de controle, que dirige as atividades sociais e orienta o funcionamento dos órgãos da companhia<sup>220</sup>, cabe aos administradores, sem maiores amarras societárias, zelar para que os negócios sejam desempenhados visando à valorização da companhia e à distribuição de lucros.

A lei societária de 1976, atenta às estruturas de capital e padrões de gestão das grandes companhias abertas e das “corporations”, inclusive com o intuito de incentivar o desenvolvimento desses tipos societários no Brasil, refletiu a preocupação e a necessidade da tutela dos administradores em face de práticas oportunistas de determinados acionistas. Naquele momento, ponderando os interesses em jogo, optou-se, em certa medida, por salvaguardar os interesses daqueles que desempenham função central na condução dos negócios sociais, não conferindo legitimidade irrestrita a acionistas e à própria companhia para obter reparação pelos danos causados pelos administradores no exercício de seus cargos<sup>221</sup>.

Nesse sentido, o artigo 159 da lei societária estabelece que, para a companhia propor a ação de responsabilidade civil contra o administrador, é necessária prévia deliberação da assembleia geral<sup>222</sup>. Ou seja, como o objeto do dano causado pelo administrador é o patrimônio da companhia, a ação *ut universi* remete ao órgão responsável pela interpretação e concretização dos interesses da sociedade a verificação da necessidade e da conveniência de se recorrer à medida reparatória. Com efeito, confere-se a decisão a respeito da adoção das medidas processuais – na via judicial ou arbitral – para responsabilizar os

---

<sup>220</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm).

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

<sup>221</sup> VIVANTE, Cesare. **Tratado de Derecho Mercantil**. Las Sociedades Mercantiles. Trad. De Ricardo de Hinojosa. Madrid: Reus, 1932, p. 378. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 886.

<sup>222</sup> LIMA, Tiago Asfor Rocha. A Legitimidade Ativa e Passiva nas Ações de Responsabilidade Civil contra o Administrador e o Controlador na Lei das S.A.. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 711-724. Ainda sobre as espécies de ação previstas no artigo 159 da Lei das S.A, ver: 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.

administradores à maioria absoluta dos votos dos acionistas<sup>223</sup>.

Como se verifica, blinda-se o administrador de ter contra ele iniciado processo indenizatório por um único acionista ou grupo de acionistas que não seja titular de participação acionária expressiva. A esse respeito, não há como negar que o acionista que é titular de, por exemplo, 25% (vinte e cinco por cento) do capital social, aportou, em regra, mais recursos à companhia do que aquele que tem uma única ação. Em vista disso, ainda que não se deva desprezar o interesse na tutela da sociedade que o acionista detentor de uma única ação possa ter, é razoável evitar riscos à continuidade da gestão da companhia e à própria carreira do administrador, pela exigência da deliberação favorável de uma expressiva parte dos acionistas<sup>224</sup>.

Aliás, a regra da decisão majoritária constitui princípio orientador das sociedades anônimas, uma vez que a concordância de todos os acionistas inviabilizaria por completo o desenvolvimento de tipos societários como o das companhias abertas, cuja base acionária costuma ser diversa<sup>225</sup>. Logo, parece não fazer sentido assentir que, em determinados casos, a maioria dos acionistas tenha o poder para decidir sobre determinado negócio, impedindo inclusive que propostas formuladas por acionistas com participações acionárias menos expressivas sejam aprovadas, mas, por outro lado, considerar injustas ou abusivas limitações a que todo e qualquer acionista possa propor, em nome da companhia, ação de indenização em face dos administradores.

Embora o legislador de 1976 tenha restringido a legitimidade originária à própria companhia, a proteção aos administradores contra a propositura de ações de responsabilidade civil não é absoluta, tendo sido inclusive ampliados alguns direitos dos

---

<sup>223</sup> “Cabe mencionar que tal deliberação poderá ser tomada tanto em assembleia geral ordinária, momento em que se decide a respeito das contas apresentadas pelos administradores, ou em extraordinária desde que “conste da ordem do dia ou seja consequência de assunto nela incluído, como, por exemplo, em assembleia que tenha por objeto discutir a ocorrência de prejuízos sofridos pela companhia em determinadas operações”. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. 3., 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 172-173.

<sup>224</sup> A CVM, no âmbito do edital da audiência pública SDM nº 07/2019, propôs dividir as companhias em cinco faixas, com base no valor do capital social, para determinação da porcentagem mínima de participação acionária necessária à propositura de ação derivada contra os administradores. De acordo com a proposta da autarquia, nas companhias com capital social acima de R\$ 10.000.000.000,00 (dez bilhões de reais), somente teria legitimidade para propor ação derivada contra os administradores, nos moldes do artigo 159, § 4º da Lei das S.A., o acionista titular de, pelo menos, 1% (um por cento) do capital social. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Análise, Audiência Pública SDM nº 07/2019, cujo objeto é a minuta de instrução que fixa escala reduzindo, em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias à propositura da ação derivada contra os administradores e sobre a sociedade controladora, sem a prestação de caução. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2019/sdm0719.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0719.html). Acesso em: 10.12.2019.

<sup>225</sup> LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp. 195-202.

acionistas minoritários quanto ao tema.

Nesse sentido, o § 2º do artigo 159 da Lei das S.A. prevê o *impeachment* do administrador contra o qual a assembleia geral delibere favoravelmente à propositura da ação de responsabilidade civil. Além disso, a Lei nº 6.404/1976 diminuiu o prazo para que o processo reparatório seja iniciado quando a companhia, após deliberação favorável do colégio de acionistas, não adotar as providências necessárias para tanto<sup>226</sup>.

A respeito, o artigo 123 do Decreto-lei nº 2.627/1940 previa que qualquer acionista – independente do percentual de ações de que fosse titular – poderia iniciar ação de responsabilidade civil contra o administrador caso transcorridos mais de 6 (seis) meses desde a deliberação favorável da assembleia geral. A Lei de 1976, por sua vez, reduziu este prazo para 3 (três) meses, de modo que o tempo durante o qual a companhia pode, isoladamente, acionar o administrador é menor. Transcorrido tal período, qualquer acionista pode, no exercício da legitimidade extraordinária e derivada, propor ação de responsabilidade contra o administrador<sup>227</sup>.

Da mesma forma, a Lei das S.A. conferiu aos acionistas titulares de 5% (cinco por cento) das ações de emissão da companhia legitimidade para iniciar o processo de reparação de danos causados pelo administrador quando a assembleia geral negar a propositura da respectiva ação. Uma vez que a maioria dos acionistas pode considerar não relevante a gravidade dos atos dos administradores, insignificantes os danos causados ao patrimônio social, incompatíveis com as finanças sociais os custos envolvidos para a propositura da ação<sup>228</sup> ou remoto o êxito na efetiva reparação dos prejuízos, a lei societária autorizou os

<sup>226</sup> A doutrina salienta que, muitas vezes, os administradores, por um espírito de solidariedade e corporativismo, acabam por retardar excessivamente a propositura da ação de responsabilidade em face dos demais membros cuja imputação de atividades danosas foi validada pela assembleia. Com base em tal situação identificam a motivação do legislador para autorizar a ação *ut singoli* derivada. BONELLI, Franco. L'Art. 129 Legge Draghi: L'Azione Sociale di Responsabilità Esercitata dalla Minoranza dei Soci e l'Assicurazione Contro i Rischi Incorsi nella Gestione. In: **La Riforma delle Società Quotate**. Milano: Giuffrè, 1998, p. 152. LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. 1. São Paulo: Singular, 2004, p. 463. CONRAD, Alfred F. The Liabilities of Corporate Directors and Officers in the United States. In: **La Società per Azione alla Metà del Secolo XX**. v. 1. Padova: CEDAM, 1962, p. 198. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada**. v. 3., 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 188. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 899. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, pp. 464-465.

<sup>227</sup> Cabe ressaltar que “isso não significa que a companhia não possa propor a ação após o prazo de 3 meses e só o acionista possa. Tal não acontece. Não se opera prescrição, preclusão ou decadência por parte da companhia”. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 900-901.

<sup>228</sup> Aqui também são levados em consideração eventuais custos com a sucumbência, normalmente atribuídos nos processos judiciais brasileiros, e até arbitrais, caso o administrador saia-se vitorioso.

acionistas, de forma supletiva, a iniciar a denominada ação derivada<sup>229</sup>.

A permissão para a propositura da ação derivada tem como fundamento a relação patrimonial existente entre companhia e seus acionistas<sup>230</sup>. Tal liame verifica-se mais nitidamente na constituição de uma sociedade anônima quando os recursos ou bens integralizados pelos acionistas são direcionados ao capital social, núcleo primeiro do patrimônio da companhia.

Como teremos a oportunidade de analisar no Capítulo 3, a recomposição do patrimônio da companhia, em última análise, acaba por produzir efeitos no patrimônio individual dos acionistas, seja em virtude da distribuição dos frutos gerados por sua utilização no desempenho das atividades sociais, seja em decorrência da entrega de eventual saldo de liquidação devido ao acionista<sup>231</sup>.

Assim, como a Lei nº 6.404/1976 não autoriza o acionista a, originalmente, propor ação para responsabilizar o administrador pelos danos causados ao patrimônio da companhia, o legislador resguarda seu interesse mediato na recomposição patrimonial da sociedade ao prever a denominada ação derivada – seja após o transcurso dos 3 (três) meses contados da deliberação favorável da assembleia geral, seja após a decisão negativa do conclave de acionistas.

A esse respeito, vale mencionar que se trata de hipótese de ação consagrada em outros ordenamentos jurídicos. No direito francês, tal como no brasileiro, a companhia e os acionistas poderão buscar a reparação de danos causados ao patrimônio social pelos

---

<sup>229</sup> “Entende-se que para propor a referida ação, os acionistas, titulares de ações ordinárias ou preferenciais, podem atingir individual ou conjuntamente o percentual de 5% (cinco por cento) previsto pela lei societária”. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 900-901.

<sup>230</sup> “Justifica-se a autorização não só por esse fato, mas, ainda, em razão de que como o acionista não tem ação individual para recompor dano indireto, apenas para obter ressarcimento do dano direto, é importante que se lhe atribua um instrumento processual que o autorize a, não o fazendo a companhia, recompor indiretamente o seu patrimônio. Essa recomposição, em linha com o sistema da LSA, somente pode se dar mediante a propositura de uma ação contra o administrador buscando a indenização à companhia pelos danos sofridos em decorrência das irregularidades que tenha praticado”. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 898.

<sup>231</sup> “Uma ação individual num prejuízo indireto traduz-se, em última análise, na entrega ao sócio de valores que deviam pertencer à sociedade e a que aquele só teria direito como saldo de liquidação, redundando assim numa diminuição da garantia dos credores sociais, que é o patrimônio social. Por outro lado, é duvidoso que o ato do administrador seja causa adequada do prejuízo indireto dos sócios sem que isso signifique a negação da personalidade jurídica da sociedade”. VENTURA, Raul; CORREIA, Luis Brito. **Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anônimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas**. Lisboa: Separata do Boletim do Ministério de Justiça, nº. 192, nº 193, nº 194 e nº 195, 1970, p. 385. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 900-901.

administradores<sup>232</sup>. A ação derivada *ut singuli*, embora prevista, é, no entanto, muito pouco utilizada naquele ordenamento, uma vez que os acionistas minoritários não recebem qualquer compensação em caso de sucesso em sua empreitada judicial, salvo os ganhos indiretos que podem obter com a recomposição do patrimônio da companhia<sup>233</sup>.

O direito italiano, por sua vez, consagra regras muito semelhantes às previstas no artigo 159 da Lei das S.A.. Em tal sistema, exige-se a deliberação da assembleia geral antes do início do processo de responsabilidade do administrador por danos causados à companhia. Da mesma forma que no Brasil, na hipótese de a companhia não dar início a ação de responsabilidade civil, o acionista somente o poderá fazer se detiver determinado percentual do capital social<sup>234</sup>. No ordenamento português, o artigo 77 do Código de Sociedades Comerciais estabelece:

<sup>232</sup> FRANÇA. *Code Civil Français*, de 21 de março de 1084. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006070721>. Acesso em: 10.12.2019. “Article L225-251 - Les administrateurs et le directeur général sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion”. (Tradução livre: Os administradores e o diretor presidente são responsáveis individual ou solidariamente, conforme o caso, em face da companhia ou de terceiros, seja por conta de infração às disposições legais ou regulamentares aplicáveis às sociedades anônimas, seja em decorrência de violação ao estatuto, seja por faltas cometidas durante sua administração).

<sup>233</sup> “As directors’ duties are owed primarily to the company, the company itself can sue its directors, the chairman of the board or the CEO (or former directors, chairmen and CEOs) if it has suffered a loss as a result of their actions or omissions. The company may sue a director, the chairman of the board or the CEO either directly (ie. acting through its legal representatives) or through a derivative action brought by a shareholder acting on behalf of the company. Such derivative action is known as the *ut singuli* action. Such action is rarely brought in practice, as the financial costs incurred are only born by the claimant shareholder, who will not receive any compensation even if he succeeds”. (Tradução livre: Considerando que os deveres dos conselheiros são essencialmente em favor dos interesses da empresa, a própria empresa pode processar seus conselheiros, o presidente do conselho ou o Diretor Presidente (ou antigos conselheiros, presidentes e Diretores Presidentes) caso tenha sofrido uma perda em virtude de ações ou omissões por partes destes. A empresa poderá processar um conselheiro, o presidente do conselho ou o Diretor Presidente diretamente (por meio de seus representantes legais) ou por meio de ação por substituição derivada movida por um acionista agindo em nome da empresa. A referida ação por substituição derivada é conhecida como ação *ut singuli*. Essa ação raramente é movida já que os custos com ela incorridos são atribuídos somente ao acionista requerente, que não receberá nenhuma indenização mesmo se vencer a ação). PIETRANCOSTA, Alain; DUBOIS, Paul-Henri; GARÇON, Romain. *Corporate Boards in France*. In: DAVIES, Paul; HOPT, Klaus J.; NOWARK, Richard; VAN SOLINGE, Gerard. **Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe**. Oxford University Press, 2013, p. 233.

<sup>234</sup> “Directors can be held liable toward the company (art. 2392-2393-2393-bis Civil Code), the creditors (art. 2394) and one or more shareholders or third parties (art. 2395). Article 2392, concerning the ‘liability to the company’, provides that directors are jointly and severally liable for damages deriving from non-compliance with their duties, except for functions vested solely on either the executive committee or one or more directors. The company can sue directors for damages only following to a resolution of either the shareholders’ meeting (art. 2393/1 Civil Code) or the board of auditors (art. 2393/3). Shareholders holding at least one-fifth of the share capital or one-fortieth in case of companies making recourse to the capital markets (such as listed companies) can bring a derivative action against the company’s directors (art. 2393-bis)”. (Tradução livre: Os conselheiros podem ter responsabilidade perante a empresa (artigo 2392-2393-2393-bis do Código Civil), os credores (artigo 2394) e um ou mais acionistas ou terceiros (artigo 2395). O artigo 2392, a respeito da ‘responsabilidade perante a empresa’, prevê que os conselheiros são individual e solidariamente responsáveis

podem um ou vários sócios que possuam, pelo menos, 5% do capital social, ou 2% no caso de sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, propor ação social de responsabilidade contra gerentes ou administradores, com vista à reparação, a favor da sociedade, do prejuízo que esta tenha sofrido, quando a mesma a não haja solicitado<sup>235</sup>.

O direito norte-americano, a seu turno, consagra as chamadas *derivative suits* que, juntamente com as *class actions*, constituem veículos utilizados por investidores para recuperar danos que eles ou as “corporations” venham a sofrer no âmbito daquele mercado de capitais.

Vale mencionar que a ação derivada brasileira, no entanto, apresenta diferenças quanto à *derivative suit* norte-americana. No Brasil, exige-se que a assembleia geral da companhia delibere previamente a respeito da propositura da ação de responsabilidade contra o administrador. Caso seja positiva a decisão assemblear, mas não se inicie o processo reparatório no prazo de 3 (três) meses, qualquer acionista poderá propô-la. Por outro lado, na hipótese de deliberação negativa da assembleia geral, o acionista ou grupo de acionistas titular de, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital social poderá dar início à ação de responsabilidade visando a obter do administrador a recomposição do patrimonial pelos danos causados.

Nas *derivatives suits* do direito norte-americano, por sua vez, o acionista, independentemente do percentual de ações de que seja titular, mas desde que seja detentor de ações no momento da prática do ato ilícito<sup>236</sup>, deve apresentar requerimento ao Conselho de Administração para iniciar o processo de reparação de danos causados pelo administrador. Trata-se de medida que visa a permitir que o referido órgão seja o condutor primário das

---

por danos oriundos do não cumprimento de seus deveres, salvo pelas funções atribuídas somente ao comitê executivo ou a um ou mais conselheiros. A empresa pode processar seus conselheiros por danos somente após deliberação em assembleia geral (artigo 2393/1 Código Civil) ou do conselho fiscal (artigo 2393/3). Os acionistas que detenham pelo menos um quinto do capital social ou um quarto no caso de empresas que recorrem ao mercado de capitais (tais como as empresas listadas) podem mover uma ação por substituição derivada em face dos conselheiros da empresa (artigo 2393-bis)). FERRANINI, Guido, PERUZZO, Gian Giacomo e ROBERTI, Marta. Corporate Board in Italy. *In*: DAVIES, Paul; HOPT, Klaus J.; NOWARK, Richard; VAN SOLINGE, Gerard. **Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe**. Oxford University Press, 2013, pp. 416 e 422.

<sup>235</sup> PORTUGAL. Decreto Lei nº 262/86 de 02 de setembro de 1986. Aprova o Código das Sociedades Comerciais. Disponível em: <https://dre.pt/legislacao-consolidada/-/lc/34443975/view>. Acesso em: 10.12.2019.

<sup>236</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, pp. 418-489.

providências a serem adotadas em nome da “corporation”<sup>237</sup>.

Diante da negativa de tal órgão – o que, naquele sistema legal, representa a satisfação do requisito da *demand rule* – o acionista poderá propor a ação de responsabilidade<sup>238</sup>. No entanto, deverá arcar com eventual caução que costuma ser requerida por estatutos sociais das “corporations”.

Com efeito, algumas leis estaduais norte-americanas estabelecem que, se não for reconhecida a responsabilidade do administrador, a companhia deverá indenizá-lo de todas as despesas com o processo, incluindo honorários advocatícios<sup>239</sup>. Em virtude de tal imposição e diante da possibilidade de qualquer acionista utilizar a *derivative suit* em nome da “corporations”, os estatutos sociais preveem que, em o fazendo, o autor da ação deverá depositar em juízo quantia predefinida para que seja revertida em benefício do administrador no caso de improcedência da ação<sup>240</sup>. Ou seja, objetiva-se, com a caução, evitar ações oportunistas e suavizar os efeitos que uma atuação indevida do acionista possa produzir em relação à companhia.

Essa caução não é prevista pela lei societária brasileira. Todavia, o § 5º do artigo 159 da Lei das S.A., ao reconhecer o direito do acionista, na hipótese de êxito da ação derivada, de ser indenizado pela companhia das custas processuais e dos honorários devidos aos advogados, deixa claro que tais despesas devem ser, em sua origem, pagas pelo acionista e, no caso de perda da ação, por ele integralmente suportadas<sup>241</sup>.

Como se verifica, tanto no Brasil, como em outros ordenamentos jurídicos, há pressupostos que devem ser necessariamente observados para que os acionistas possam, em nome e visando ao benefício da companhia, propor ação de responsabilidade civil contra os

<sup>237</sup> SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S/A – Business Judgment Rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 233.

<sup>238</sup> Cabe ressaltar que, se o acionista demonstrar fatos particulares e específicos que configurem dúvida sobre o interesse e a independência dos conselheiros para examinar o requerimento de propositura de ação derivada, ele poderá, sem qualquer comunicação ao Conselho de Administração, propor a ação de responsabilidade contra os administradores para recuperar os danos causados ao patrimônio social. A esse respeito, ver: SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S/A – Business Judgment Rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 236.

<sup>239</sup> Vale lembrar que os custos com honorários advocatícios nos Estados Unidos da América são normalmente elevados. Sobre o tema ver SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S/A – Business Judgment Rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

<sup>240</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, pp. 418-489.

<sup>241</sup> BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). “Art. 159, § 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.”

administradores que tenham causado danos ao patrimônio social.

Ainda que a legitimidade originária seja da companhia e que, para o exercício do direito de ação na hipótese de deliberação desfavorável da assembleia geral, o acionista – ou grupo de acionistas – deva ser titular de um percentual mínimo de ações, a lei societária não os privou de mecanismos para reparar danos causados ao patrimônio social e, por via indireta, ao seu próprio patrimônio.

Na verdade, o sistema positivado no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 não deve ser enxergado como uma salvaguarda excessiva ou até um incentivo à “impunidade” dos administradores. O que fez o legislador foi ponderar os interesses envolvidos na gestão de uma companhia aberta: a continuidade da gestão, a regular recomposição do patrimônio, atenção aqueles que de forma mais significativa contribuem para o desenvolvimento dos negócios sociais e o afastamento de instrumentos de pressão utilizados, muitas vezes, para satisfazer os interesses pessoais e não da coletividade dos acionistas e da própria companhia.

Ao lado da recomposição do patrimônio social, a Lei nº 6.404/1976 identificou que, da atuação lesiva dos administradores das companhias abertas, podem derivar perdas aos acionistas e a terceiros que com ela se relacionem (por exemplo, os credores)<sup>242</sup>. Ademais, reconheceu que há situações nas quais a companhia não sofre qualquer dano e os acionistas ou credores, por outro lado, experimentam prejuízos autônomos<sup>243</sup>.

Diante disso, o § 7º do artigo 159 da Lei das S.A. admite que a “ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador”<sup>244</sup>. Trata-se do reconhecimento do direito de o acionista exercer a ação de responsabilidade contra o administrador – pela via judicial ou arbitral – visando exclusivamente à reparação de direitos pessoais atingidos pela conduta lesiva<sup>245</sup>.

A consagração da ação individual, tal como da ação derivada, é também verificada

---

<sup>242</sup> Importante, desde já, destacar, como salienta a doutrina, que, na hipótese de “danos tanto à companhia como aos acionistas, não poderá ser o mesmo dano; deverá ser dano diferente (*peculiar and personal to itself*, conforme a doutrina inglesa)”. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 886-887.

<sup>243</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 886-887.

<sup>244</sup> Há quem critique a inclusão do § 7º no artigo 159 da Lei das S.A., entendendo que o tratamento da ação social e da ação individual em um mesmo dispositivo gera confusões. LIMA, Tiago Asfor Rocha. A Legitimidade Ativa e Passiva nas Ações de Responsabilidade Civil contra o Administrador e o Controlador na Lei das S.A. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 717.

<sup>245</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 2., 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 410.

em outros ordenamentos jurídicos<sup>246</sup>, tanto que a doutrina estrangeira indica que:

devemos reconhecer que os fatos que autorizam o exercício de uma ação social podem ensejar, ao mesmo tempo, ações individuais, se daí resulta prejuízo particular para determinados acionistas ou para todos os acionistas em proporções distintas e se o prejuízo independe daquele experimentado pela sociedade (tradução livre)<sup>247</sup>.

Alguns aspectos diferenciam a ação individual da ação social, quais sejam: (i) seu objeto é reparação de dano experimentado diretamente pelo acionista e não de perda sofrida pela companhia, (ii) sua propositura não pressupõe qualquer deliberação prévia da assembleia geral da companhia emissora; (iii) não se exige participação acionária mínima, tampouco obediência a prazo de precedência, para que seja iniciada; e (iv) a aprovação das demonstrações financeiras e das contas dos administradores não exime a sua responsabilidade pelos danos causados diretamente ao acionista<sup>248</sup>.

Todas essas diferenciações, em essência, estão fundamentadas no dano, ou seja, no tipo de perda patrimonial – em algumas situações, até moral – imposta ao acionista ou à

<sup>246</sup> Por exemplo: (i) de acordo com o artigo 2395 do Código Civil italiano, “le disposizioni dei precedenti articoli non pregiudicano il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori”; (Tradução livre: As disposições dos artigos anteriores não comprometem o direito de ressarcimento ao dano devido a cada sócio ou terceiro que tenham sido diretamente vítimas de atos culposos ou dolosos dos administradores). (ii) artigo 79.º do Código das Sociedades Comerciais português, o qual estabelece que “os gerentes, administradores ou directores respondem também, nos termos gerais, para com os sócios e terceiros pelos danos que directamente lhes causarem no exercício das suas funções”; (iii) o artigo 133 da Lei das Sociedades Anónimas espanhola determina que os administradores serão responsáveis perante os credores sociais, a sociedade e os accionistas pelos danos que causarem, se agirem em termos contrários à lei ou aos estatutos ou sem a diligência requerida no desempenho do cargo. O artigo 135, por sua vez, dispõe o seguinte: “no obstante lo dispuesto en los artículos precedentes, quedan a salvo las acciones de indemnización que puedan corresponder a los socios y a los terceros por actos de administradores que lesionen directamente los intereses de aquéllos”; (iii) no Direito societário francês, por outro lado, não existe uma norma específica sobre responsabilidade dos administradores perante os sócios.

<sup>247</sup> “nous devons reconnaître que les faits qui autorisent l'exercice d'une action sociale peuvent donner lieu en même temps, à des actions individuelles, s'il en est résulté un préjudice particulier pour certain actionnaires ou pour tous les actionnaires dans des proportions différentes et si ce préjudice est indépendant de celui qu'a éprouvé la société”. (Tradução livre: Quando, ao contrário, se verifica a publicidade de faltas que levaram uma pessoa a adquirir ou a subscrever ações de emissão da sociedade, essa pessoa sofre um prejuízo que lhe é próprio). HOUPIN, C.; BOSVIEUX, H. **Traité Général Théorique et Pratique des Sociétés Civiles et Commerciales et des Associations**. Paris: Société du Recueil Sirey, 1927, p. 488. É o que também ensinam os professores franceses Henri e Léon Mazeaud: “Qu'on suppose, au contraire, que la publication de faux bilans ait déterminé une personne à acheter ou souscrire des actions de la société: cette personne subit un préjudice qui lui est particulier”. MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon; TUNC, André. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. t. II, 5. ed. Paris: Montchrestein, 1958, p. 822. Sobre o tema: PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedades por Ações**. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1973, p. 92.

<sup>248</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. v. 4. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 391-392.

companhia emissora. De fato, não faz sentido, por exemplo, exigir uma deliberação da assembleia geral, órgão que expressa a vontade da sociedade anônima, para a propositura de ação pelo acionista contra o administrador que vise a reparar dano causado a seu patrimônio individual.

A identificação da espécie de dano – sofrido pelo acionista ou pela companhia aberta – constitui pressuposto para definir (i) qual ação indenizatória pode ser proposta, (ii) aqueles que estão legitimados para o fazer, bem como (iii) os requisitos que deverão ser observados.

Ou seja, a caracterização deste instituto de direito material – o dano – é o elemento central na utilização do mecanismo reparatório regulado pela Lei das S.A., a qual, no entanto, não forneceu elementos adicionais à sua configuração para além de indicar que (i) a ação social é aquela proposta pela companhia para responsabilizar o administrador "pelos prejuízos causados ao seu patrimônio" e (ii) a ação individual é aquela manejada por "acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador"<sup>249</sup>.

Com efeito, a Lei nº 6.404/1976 não regulou aspectos relativos à responsabilidade dos administradores, como, por exemplo, especificar quais seriam os danos causados diretamente aos acionistas e quais requisitos específicos derogariam aqueles consagrados pela responsabilidade civil consagrada no Código Civil.

Assim, para definir com precisão tanto os legitimados, quanto o objeto da reparação, deve-se seguir adiante e examinar, com base no conjunto normativo da lei societária e de outros instrumentos jurídicos, os danos passíveis de reparação.

## 2.5. APURAÇÃO DA RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR PELA VIA ARBITRAL

Antes de passar ao estudo dos danos propriamente ditos, deve-se analisar se as pretensões indenizatórias, formuladas nos termos dos artigos 158 e 159 da Lei das S.A., podem ser deduzidas em sede de arbitragem.

### 2.5.1. Importância da Questão

---

<sup>249</sup> MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. O dano direto ao acionista minoritário na ação de responsabilização do administrador de S.A.: Caso OGX. *Revista da Faculdade de Direito Milton Campos*, Nova Lima, v. 27, p. 99, 2013.

Este ponto merece atenção por conta da relevância que a via arbitral tem assumido nas disputas societárias.

Ao longo dos últimos 20 (vinte) anos, verificou-se, no Brasil, um crescimento vertiginoso da utilização da arbitragem como forma de solução de litígios. Embora consagrada na Constituição Brasileira do Império, no Decreto nº 737/1850 e disciplinada no Código Civil de 1916, mediante a regulação do compromisso arbitral, o uso da arbitragem, como método extrajudicial de resolução de conflitos, difundiu-se e consolidou-se a partir da promulgação da Lei nº 9.307/1996<sup>250</sup> e da declaração de constitucionalidade da lei pelo Supremo Tribunal Federal em 2001.

No âmbito das disputas societárias, o recurso a via arbitral passou a ser incentivado tanto pelo legislador como por normas autorregulatórias. A Lei nº 10.303 alterou, em 2001, a Lei nº 6.404/1976, inserindo o § 3º ao artigo 109, o qual passou a autorizar expressamente que os estatutos sociais, das companhias abertas ou fechadas, contenham cláusula compromissória. Segundo o referido dispositivo, “o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”.

Em 2015, a Lei nº 13.129 alterou e incluiu normas na Lei de Arbitragem, bem como modificou outros diplomas legais, como a Lei das S.A., introduzindo o artigo 136-A com o objetivo de superar discussões a respeito da vinculação dos acionistas à cláusula compromissória estatutária<sup>251</sup>:

Art. 136-A. A aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o quorum do art. 136, obriga a todos os acionistas, assegurado ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45.

§ 1º A convenção somente terá eficácia após o decurso do prazo de 30 (trinta) dias, contado da publicação da ata da assembleia geral que a aprovou.

§ 2º O direito de retirada previsto no caput não será aplicável:

I - caso a inclusão da convenção de arbitragem no estatuto social represente condição para que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam

<sup>250</sup> BRASIL. Lei n. 9.307, de 23 de setembro de 1996, que dispõe sobre a Arbitragem. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 23 de setembro de 1996. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19307.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19307.htm)

<sup>251</sup> A respeito dos debates anteriores à edição da Lei nº 13.129/2015, ver: PELA, Juliana Krueger. Notas sobre a eficácia da cláusula compromissória estatutária. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 126, ano XLI, abr./jun., 2002.

admitidos à negociação em segmento de listagem de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado que exija dispersão acionária mínima de 25% (vinte e cinco por cento) das ações de cada espécie ou classe;  
 II - caso a inclusão da convenção de arbitragem seja efetuada no estatuto social de companhia aberta cujas ações sejam dotadas de liquidez e dispersão no mercado, nos termos das alíneas “a” e “b” do inciso II do art. 137 desta Lei<sup>252</sup>.

Na esfera da autorregulação, desde a criação dos segmentos de negociação de ações que refletem práticas diferenciadas de governança corporativa, a B3 S.A., então denominada Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, estabeleceu, nos regulamentos dos níveis do Novo Mercado e do Nível 2, a obrigação de as companhias, que desejassem ter suas ações listadas em tais segmentos, incluírem cláusula compromissória em seus estatutos sociais, observando a redação ali prevista e elegendo a Câmara de Arbitragem do Mercado (“CAM”) como a instituição administradora dos procedimentos arbitrais<sup>253</sup>.

Vale mencionar que, de acordo com informação constante do *website* da B3 S.A., mais de 170 (cento e setenta) companhias estão listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa: 139 (cento e trinta e nove) companhias listadas no Novo Mercado, 20 (vinte) companhias listadas no Nível 2, 16 (dezesesseis) companhias listadas no Bovespa Mais e 2 (duas) companhias listadas no Bovespa Mais Nível 2. Ademais, outras duas companhias, cujas ações não estão listadas em nenhum desses segmentos, consagram, em seus estatutos sociais, a arbitragem como a forma de solução de conflitos societários<sup>254</sup>.

Cabe ressaltar que a recomendação da arbitragem como o meio para a solução de conflitos societários consta da Cartilha de Governança Corporativa editada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM em 2002 e do Código das Melhores Práticas de Governança

<sup>252</sup> BRASIL. Lei n. 13.129, de 26 de maio de 2015, que dispõe altera a Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996, e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, para ampliar o âmbito de aplicação da arbitragem e dispor sobre a escolha dos árbitros quando as partes recorrem a órgão arbitral, (...). **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 26 de maio de 2015. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2015/Lei/L13129.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13129.htm)

<sup>253</sup> Posteriormente criados outros segmentos especiais de listagem no âmbito da B3 S.A. que também obrigam a adesão à CAM para a solução de conflitos societários, quais sejam, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2. Sobre o tema ver WEBER, Ana Carolina. Comentários à 1ª edição do ementário de sentenças arbitrais divulgado pela Câmara de Arbitragem do Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. In: **Revista Brasileira de Arbitragem**. v. 62. n. 16. 2019.

<sup>254</sup> Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) e [http://www.b3.com.br/pt\\_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/empresas-que-aderiram/](http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/empresas-que-aderiram/). Acesso em: 22.11.2019.

Corporativa, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, cuja última edição foi publicada em 2015<sup>255</sup>.

Como se verifica, houve uma escolha legislativa e autorregulatória em favor da arbitragem no âmbito das disputas societárias, a qual pode ser atribuída, especialmente, à falta de especialidade dos juízes e à morosidade dos processos judiciais.

Com efeito, diferentemente dos Estados Unidos da América, em que as “Cortes de Delaware” são conhecidas por sua alta especialização em matéria societária, o Poder Judiciário brasileiro examina matérias dos mais diferentes temas. Embora, nos últimos anos, tribunais estaduais, como os do Rio de Janeiro e São Paulo, e o Superior Tribunal de Justiça tenham criado varas, turmas e sessões especializadas, os seus integrantes, muitas vezes, não são especialistas em questões societárias, menos ainda em relação a temas que envolvem companhias abertas e o mercado de capitais.

Além disso, ainda que os processos judiciais tenham ganhado celeridade com a tramitação eletrônica, o volume de casos ainda é significativo e a morosidade marca boa parte das disputas solucionadas pelo Poder Judiciário.

Diante disso, e sabendo-se da natureza das companhias abertas e das complexas matérias que podem dar origem às disputas societárias, parece-nos que o legislador brasileiro e as normas de autorregulação, amparadas por pronunciamentos doutrinários, fizeram uma escolha consciente em recomendar que os litígios societários sejam solucionados pela via arbitral<sup>256</sup>. Não se trata de uma “jabuticaba” brasileira, mas de uma opção legislativa estratégica e fundamentada na observação da realidade.

Com base neste cenário, é natural que se cogite da submissão à arbitragem das pretensões de responsabilidade dos administradores que venham a ser deduzidas pelos acionistas ou pela a companhia na forma dos artigos 158 e 159 da Lei das S.A.. No entanto, conforme estabelecido pelo artigo 1º, da Lei nº 9.307/1996, nem toda disputa pode ser solucionada pela via arbitral, devem ser observados os requisitos de arbitrabilidade.

---

<sup>255</sup> A Cartilha de Governança Corporativa editada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM está disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 22.11.2019. O Código Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC está disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>. Acesso em: 22.11.2019.

<sup>256</sup> MARTINS, Pedro A. Batista. **Arbitragem no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 115. APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Extensão da cláusula compromissória a partes não signatárias no Direito Societário. **Revista do Advogado**. v. 119, ano XXXIII, abr., 2013, p. 142. A respeito ver também: STEIN, Rachel. **Arbitrabilidade no direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014; VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. **Arbitragem no Direito Societário**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

Assim, o presente item dedica-se a estudar o cabimento da propositura da ação de responsabilidade do administrador pelo acionista ou pela companhia em sede arbitral. Para tanto, pretende-se responder aos seguintes questionamentos: (i) o administrador pode se submeter à cláusula compromissória estatutária?, (ii) os efeitos desta cláusula alcançam o administrador?, e (iii) a ação de responsabilidade envolve direitos patrimoniais e disponíveis?<sup>257</sup>.

### **2.5.2. Produção de Efeitos da Cláusula Compromissória Estatutária em Relação ao Administrador**

A denominada “arbitrabilidade subjetiva”, nos termos do artigo 1º, da Lei nº 9.307/1996, constitui a averiguação da capacidade de contratar daquele que pretende se submeter ou contra quem se pretende iniciar a arbitragem. A capacidade é definida na forma do Código Civil, de modo que, não estando presente nenhuma das situações previstas nos artigos 3º e 4º do referido diploma legal, poderá ser satisfeito o requisito da arbitrabilidade subjetiva.

Diante disso, de modo geral, toda e qualquer pessoa natural que venha a exercer o cargo de administrador de companhia aberta poderá se submeter à arbitragem, salvo se absoluta ou relativamente incapaz.

Além disso, esta Tese diz respeito a administradores de companhias abertas, sociedades reconhecidas por sua expressividade financeira e complexidade dos negócios desenvolvidos. Nestas espécies de sociedades anônimas, é natural que aqueles que exerçam cargos na Diretoria e no Conselho de Administração estejam no pleno gozo de sua capacidade e de suas funções intelectuais e, mais ainda, sejam pessoas com uma formação educacional que lhes conferem conhecimento das atividades sociais e do mundo dos negócios em geral<sup>258</sup>.

---

<sup>257</sup> “Há, porém, requisitos próprios para que se admita o processamento de um litígio pela via arbitral. Primeiro, que a matéria submetida ao julgamento por particulares seja arbitrável, relativa a direitos patrimoniais disponíveis. Segundo, que a arbitragem seja contratada por partes com capacidade para tanto. E dada a sua origem contratual, exige-se a manifestação de vontade por escrito, pois é desta forma que se poderá constatar a efetiva opção da parte por esse mecanismo”. APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Extensão da cláusula compromissória a partes não signatárias no Direito Societário. *Revista do Advogado*. v. 119, ano XXXIII, abr., 2013, p. 140.

<sup>258</sup> “Observa-se, atualmente, crescente profissionalização da função de administrador. É cada vez mais comum que a administração de uma companhia seja exercida por um profissional que não é titular de qualquer participação acionária. A contratação para o cargo é realizada de acordo com a qualificação técnica do executivo e não fica subordinada à existência de qualquer participação societária desse profissional”.

Assim, não há margem para dúvidas ou arguições de vulnerabilidade ou hipossuficiência dos administradores que sejam capazes de afastar a configuração do requisito da arbitrabilidade subjetiva<sup>259</sup>. Todavia, ainda que, em tese, os administradores possam validamente se submeter à cláusula compromissória, poder-se-ia questionar a extensão dos efeitos da cláusula compromissória estatutária em relação a eles.

Quando da inclusão do § 3º ao artigo 109 da Lei das S.A, do conteúdo do dispositivo constou que “estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem”. Em razão de mencionar exclusivamente divergências entre acionistas e companhias ou entre acionistas controladores e minoritários, alguns doutrinadores passaram a sustentar que os litígios societários que envolvessem administradores de sociedade anônimas, baseados em cláusula compromissória estatutária, não poderiam ser solucionados por arbitragem<sup>260</sup>.

Além de fundamentados na interpretação literal e restritiva do disposto no artigo 109, § 3º, da Lei nº 6.404/1976, os autores, que assim entendiam, apresentavam como razão para que as disputas com os administradores não fossem resolvidas por arbitragem a falta de sua manifestação expressa com relação à cláusula compromissória estatutária.

De fato, no momento da constituição da companhia ou da alteração do estatuto social para a inclusão de previsão consagrando a arbitragem, o administrador não participa da votação, já que essa cabe, em essência, aos acionistas. Diante disso, e recorrendo ao elemento fundamental da arbitragem que é a manifestação de vontade da parte em submeter

---

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Cláusula Compromissória Estatutária e a Vinculação dos Administradores. In: CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Ferreira e MARTINS, Pedro Batista (coord.). **20 anos da Lei de Arbitragem Homenagem a Petrônio R. Muniz**. Atlas: São Paulo, 2017, pp. 879.

<sup>259</sup> “Ainda em prol da vinculação dos administradores às cláusulas compromissórias estatutárias, somasse o argumento de que tais profissionais não ostentam a hipossuficiência imaginada pelo legislador ao criar a previsão contida no § 2º do art. 4º da LBAr.

Com efeito, a profissionalização dos cargos de direção das sociedades anônimas é inequívoca. Cada vez mais, elas são administradas por altos executivos, contratados por elevada remuneração e que se distinguem justamente pela notória especialização e profissionalismo na atividade que desempenham. A esses profissionais certamente não seriam aplicáveis as normas protecionistas, sejam aquelas trabalhistas, muito menos as consumeristas”. MEYER, Antonio Correa; CARVALHO, Eliane Cristina. Cláusula Compromissória e o administrador das sociedades anônimas. **Revista do Advogado**, n. 119, ano 32, São Paulo, p. 30.

<sup>260</sup> VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. **Arbitragem no Direito Societário**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004, p. 217. ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos administradores de S/A**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 428 – 429. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 5. ed., v. 2., São Paulo: Saraiva, 2011, p. 367. FLAKS, Luís Loria. A arbitragem na reforma da Lei das S.A.. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 131, pp. 112 e 119, jul./set., 2003. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A Cláusula compromissória estatutária. **Revista de Arbitragem e Mediação**. São Paulo, ano 6, n. 22.

suas disputas à decisão de árbitros, tais autores concluem que os administradores, no âmbito de cláusulas compromissórias estatutárias, jamais indicaram pretender se submeter à arbitragem.

Embora seja amplamente aceito que o fundamento da arbitragem está na vontade das partes, a exigência do elemento volitivo não significa que a vontade tenha que ser, sempre, manifestada de forma expressa.

Com efeito, ainda que o § 1º do artigo 4º da Lei nº 9.307/1996 estabeleça que a cláusula compromissória deva ser estipulada por escrito, é comum que partes não signatárias da convenção de arbitragem sejam obrigadas a se submeter a arbitragem, por exemplo, em razão da aplicação da desconsideração da personalidade jurídica ou da verificação, *in concreto*, que ela pretendia se vincular à arbitragem<sup>261</sup>.

A esse respeito, vale mencionar que, o artigo 7º da Lei Modelo da United Nations Commission on International Trade Law (Uncitral), nos subitens 3 e 6, reconhece ser possível que a convenção ou o contrato, em que esteja incluída a cláusula compromissória, tenham sido concluídos oralmente, ou ainda que “em um contrato, a referência a qualquer documento que contenha uma cláusula compromissória constitui uma convenção de arbitragem por escrito, desde que a referência seja feita de modo a tornar a cláusula parte integrante do contrato”<sup>262</sup>.

Como se verifica, é plenamente possível que os efeitos de determinada cláusula compromissória alcancem uma parte que tenha manifestado vontade em se submeter à arbitragem, ainda que de forma não expressa e por escrito.

Com base em tais constatações, identifica-se posicionamentos doutrinários favoráveis à vinculação dos administradores à cláusula compromissória, ainda que, entre eles, haja distinções.

Nesse sentido, alguns autores sustentam que a cláusula compromissória estatutária obrigaria o administrador a se submeter à arbitragem se ele fosse, também, acionista da companhia. Segundo entendem, este administrador, por ser acionista, ou teria manifestado a

---

<sup>261</sup> BORN, Gary B. **International Commercial Arbitration. Second Edition.** Kluwer Law International, 2014, p. 428. Ver também FOUCHARD; Ph.; GAILLARD, E.; GOLDMAN, B. **Fouchard, Gaillard Goldman on International Commercial Arbitration.** Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International. 1999.

<sup>262</sup> UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW. UNCITRAL Model Law on International Commercial Arbitration. Disponível em [https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/19-09955\\_e\\_ebook.pdf](https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/19-09955_e_ebook.pdf). Acesso em: 22.12.2019.

vontade ou, no mínimo, teria conhecimento da deliberação assemblear, na qual a escolha pela arbitragem tenha sido incluída no estatuto social<sup>263</sup>.

Esta posição parece-nos equivocada. Ainda que uma mesma pessoa natural possa ser acionista e exercer as funções de administrador em uma sociedade anônima, as atribuições que decorrem de cada uma dessas posições jurídicas são distintas. Além disso, os eventuais litígios que podem ser deduzidos em face desta pessoa que digam respeito a direitos e deveres de acionistas estarão fundamentados em causas de pedir relacionadas à qualidade de acionista. Por outro lado, pretensões formuladas em face dos administradores – ainda que acionistas – dizem respeito ao cumprimento das obrigações ou à satisfação de direitos inerentes às funções por eles desempenhadas.

Diante disso, sustentar que o administrador se vincularia à cláusula compromissória estatutária nas hipóteses em que ele também é acionista, parece-nos que seria desconsiderar as especificidades das distintas posições societárias<sup>264</sup>.

Ademais, no âmbito das companhias abertas, em que cada vez mais a administração é conduzida por terceiros não acionistas, haveria menos espaço para a aplicação deste entendimento.

Sem fazer remissão a se qualificar como acionista ou não, outros autores argumentam que o administrador estaria vinculado à cláusula compromissória estatutária em decorrência do dever de observar o estatuto social inerente às funções por ele desempenhadas. De fato, o administrador, ao gerir a sociedade, tem o dever de observar as normas internas, em especial, as estatutárias. Aliás, não faria qualquer sentido que ao orientar os negócios sociais, o administrador desconsiderasse ou desrespeitasse as normas-base da companhia<sup>265</sup>.

Quanto a este entendimento, identifica-se ainda posicionamentos diferenciados. Alguns autores sustentam que a produção de efeitos da cláusula compromissória em relação

---

<sup>263</sup> MEYER, Antonio Correa; CARVALHO, Eliane Cristina. Cláusula Compromissória e o administrador das sociedades anônimas. **Revista do Advogado**, n. 119, ano 32, São Paulo, p. 28. FURLAN FILHO, Antonio Moacir. A extensão da cláusula arbitral estatutária aos administradores e conselheiros não acionistas. *Revista de Arbitragem e Mediação*, vol. 49, abril – junho, 2016.

<sup>264</sup> FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio; MONTEIRO, André Luis. **Teoria Geral da Arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 361-364.

<sup>265</sup> MEYER, Antonio Correa; CARVALHO, Eliane Cristina. Cláusula Compromissória e o administrador das sociedades anônimas. **Revista do Advogado**, n. 119, ano 32, São Paulo, p. 30. ENEI, José Virgílio Lopes. A arbitragem nas sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 129, p. 168-170, jan./mar., 2003.

ao administrador pressupõe que nela esteja expressa a vinculação do administrador<sup>266</sup>. Outros entendem que seria necessário que o administrador firmasse um termo específico ou concordasse expressamente em seu termo de posse em se submeter à arbitragem<sup>267</sup>. Um terceiro posicionamento conjuga os anteriores indicando que a produção de efeitos da cláusula compromissória estatutária em relação aos administradores somente ocorre quando nela é feita menção expressa a eles e eles firmam um termo específico manifestando sua adesão à cláusula.

Em conformidade com essa última orientação identifica-se as disposições do Regulamento do Novo Mercado, as quais estabelecem que a cláusula compromissória estatutária deve conter menção expressa a administradores<sup>268</sup>, bem como que a sua posse fica condicionada “à assinatura do termo de posse que deve contemplar sua sujeição à cláusula compromissória (...)”<sup>269</sup>.

Como se verifica, no âmbito do segmento de negociação de ações cujas companhias emissoras devem espelhar as melhores práticas de governança corporativa, exige-se – talvez para que não haja questionamentos futuros – que os administradores manifestem, pelo termo de posse, expressamente sua concordância em se submeter à arbitragem.

---

<sup>266</sup> APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Extensão da cláusula compromissória a partes não signatárias no Direito Societário. **Revista do Advogado**. v. 119, ano XXXIII, abr., 2013, p. 150. FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio; MONTEIRO, André Luis. **Teoria Geral da Arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 2018, pp. 361-364.

<sup>267</sup> MAGALHÃES, José Carlos de. A responsabilidade dos administradores em alienações e aquisições de ativos relevantes. **Revista de Arbitragem e Mediação**. v. 38, São Paulo, p. 92, jul./set., 2013. Há autores, ainda, que entendem ser recomendável – e não obrigatória – a celebração de um termo específico pelo administrador. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Cláusula Compromissória Estatutária e a Vinculação dos Administradores. In: CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Ferreira e MARTINS, Pedro Batista (coord.). **20 anos da Lei de Arbitragem Homenagem a Petrônio R. Muniz**. Atlas: São Paulo, 2017, p. 879. LEVY, Daniel; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Curso de Arbitragem**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2018. P. 519-520.

<sup>268</sup> Nesse sentido, atualmente, o artigo 39 do Regulamento do Novo Mercado estabelece: “O estatuto social deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda da sua condição de emissor, acionistas, administradores e membros do conselho social, e em especial, decorrentes das disposições contidas na Lei nº 6.385/76, na Lei nº 6.404/76, no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de valores mobiliários em geral, além daquelas constantes deste regulamento, dos demais regulamentos da B3 e do contrato de participação no Novo Mercado”. (grifo nosso) B3 S.A. Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 15.09.2019.

<sup>269</sup> B3 S.A. Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/). Acesso em: 15.09.2019.

A despeito de o Regulamento do Novo Mercado ter determinado a adoção desta providência, em nosso entendimento ela é despicienda. Isso por conta da natureza da relação que se estrutura entre o administrador e a companhia.

Muito mais que observar o dever de conhecer o estatuto social, o administrador é o elemento de “apresentação” da companhia, aquele que contribui para a formação e a manifestação da vontade social. Ou seja, em consonância com a teoria do órgão, não há como negar que, no exercício das funções a ele atribuídas, o administrador está “embrenhado” e “enlaçado” à companhia.

Dessa forma, não faria sentido impedir que questões relativas justamente ao exercício das atribuições, direitos e obrigações inerentes ao cargo desempenhado pressupusessem uma manifestação específica da vontade da pessoa que ocupa a posição de administrador.

Aliás, disputas relativas à responsabilidade do administrador dizem respeito à essência da sociedade: ao cumprimento de deveres impostos ao cargo e satisfação dos interesses da companhia e de seus acionistas.

Assim, uma vez que a cláusula compromissória estatutária mencione que litígios ou controvérsias societárias – ou outro termo semelhante que seja incluído – serão dirimidos por arbitragem, entendemos que as disputas que tenham como causa de pedir a função desempenhada pelo administrador, enquanto órgão da companhia, deverão ser por ele ou contra ele iniciadas em sede arbitral.

### **2.5.3. Arbitrabilidade das Pretensões Indenizatórias em Face dos Administradores**

Outro ponto que deve ser enfrentado diz respeito à caracterização da arbitrabilidade objetiva dos pedidos de responsabilização do administrador, na forma dos artigos 158 e 159 da Lei das S.A..

De acordo com o artigo 1º da Lei nº 9.307/1996, podem ser dirimidos pelos árbitros litígios que digam respeito a direitos patrimoniais e disponíveis<sup>270</sup>. A patrimonialidade existe nos direitos suscetíveis de quantificação, isto é, aqueles que podem ser avaliados ou auferidos economicamente em dinheiro. Disponíveis, por sua vez, são os direitos que se

---

<sup>270</sup> CARMONA, Carlos Alberto. *Arbitragem e processo: um comentário à Lei 9.307/96*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 38.

referem a bens que podem ser livremente alienados, dos quais se pode apropriar sem necessidade de autorização judicial<sup>271</sup>.

Os direitos de natureza societária são tipicamente identificados como patrimoniais e disponíveis, tanto que alguns autores indicam, de modo geral, o amplo cabimento de as matérias societárias poderem ser decididas por arbitragem<sup>272</sup>. Nesse sentido, Eduardo Secchi Munhoz identifica como passíveis de solução pela via arbitral conflitos relacionados com<sup>273</sup>:

(a) a validade de deliberação da assembleia geral e demais órgãos da sociedade (v.g., aumento de capital, cisão, fusão, incorporação, incorporação de ações, emissão de novos valores mobiliários, reforma do estatuto social etc.), (b) o exercício abusivo do poder de controle; (c) a apuração de responsabilidade dos administradores por danos causados à companhia; (d) a transferência de poder de controle; (e) ofertas públicas de aquisições de ações etc.

Em publicação sobre o tema, Nelson Eizirik indica que, além das hipóteses anteriores, podem ser submetidas à arbitragem: (i) questões relacionadas ao direito de recesso, (ii) a interpretação de cláusulas estatutárias, (iii) disputas relacionadas ao pagamento de dividendos, (iv) o exercício do direito de voto em situações de conflito de interesses<sup>274</sup>.

Como se verifica, parece não haver dúvidas de a ação de responsabilidade do administrador de companhia aberta, fundamentada no artigo 159 da Lei das S.A., poder ser proposta em sede arbitral. De fato, as pretensões reparatórias são tradicionalmente qualificadas como patrimoniais. Mesmo na hipótese de o pedido formulado em face do administrador estar relacionado a dano moral, a pretensão condenatória dirá respeito a uma obrigação de pagar ou de fazer, as quais são de natureza disponível.

Estas conclusões, a nosso ver, aplicam-se tanto à ação social quanto à ação individual, regulada no § 7º do artigo 159 da Lei nº 6.404/1976. Com efeito, discorda-se do entendimento, segundo o qual as pretensões indenizatórias dos acionistas, fundamentadas em danos por eles diretamente sofridos, não poderiam ser submetidas à arbitragem<sup>275</sup>.

Como visto, a ação regulada pelo § 7º do artigo 159 da lei societária, embora diga respeito a uma relação entre o acionista e o administrador, está fundamentada, em última

<sup>271</sup> LIMA, Cláudio Vianna de. **Curso de Introdução à Arbitragem**. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 1999. p. 14.

<sup>272</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 50, jul./set., 2016 p. 8-9.

<sup>273</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Arbitragem e novo mercado. In: Mattos Filho, Veiga Filo, Marrey Jr., Quiroga Advogados (eds.) **Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Imprensa Régia, p. 39, 2010.

<sup>274</sup> EIZIRIK, Nelson. Arbitrabilidade objetiva nas sociedades anônimas e instituições financeiras. In: **Direito Societário – Desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 38-39.

<sup>275</sup> MARTINS, Pedro Batista. **Arbitragem no Direito Societário**. Quartier Latin: São Paulo, 2012, pp. 136-141.

instância, na disciplina societária, na posição que ambos exercem na sociedade e não em uma relação contratual bilateral que, eventualmente, poderia ser constituída entre eles. Ainda que os danos diretos ao acionista não tenham reflexo na companhia, a base da ação individual está no feixe de relações que a titularidade de ações e o exercício de um cargo criam.

Assim, tanto a ação social, *ut universi* ou *ut singuli*, como a ação individual previstas no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 podem ser deduzidas mediante procedimento arbitral.

Um último ponto, no entanto, merece destaque: o *quitus* que pode ser conferido aos administradores. De acordo com o artigo 134, § 3º, da Lei das S.A. a deliberação assemblear que aprova, sem reservas as contas dos administradores, os exonera de responsabilidade, salvo erro, dolo, fraude ou simulação. Ou seja, caso tenha havido a decisão favorável às contas dos administradores, eventual ação de responsabilidade pressuporá a configuração de um dos vícios mencionados e o seu reconhecimento em sede de ação de anulação de deliberação assemblear, na forma do artigo 282 da lei societária.

Alguns autores pontuam a incompatibilidade entre a propositura de tal ação anulatória com a via arbitral, uma vez que a desconstituição de determinada aprovação assemblear pressuporia a presença – ou, no mínimo, a ciência – de todos os acionistas. Fazendo remissão a institutos como o do litisconsórcio unitário, à tutela do interesse de todos aqueles que podem ser afetados pela anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores, resiste-se a que este tema seja decidido pelos árbitros, o que, por conseguinte, poderia implicar dificuldades para a propositura de ação de responsabilidade do administrador quando, previamente, lhe tiver sido outorgado o *quitus*<sup>276</sup>.

Embora entenda-se a preocupação quanto à questão, não nos parece que a discussão a respeito da eficácia de uma decisão que anula uma deliberação assemblear seja exclusiva da arbitragem, de modo a impedir o seu conhecimento pelos árbitros. A ação do artigo 282 da Lei das S.A. pode ser proposta no Poder Judiciário, sem que a integralidade dos acionistas

---

<sup>276</sup> FLAKS, Luís Loria. A arbitragem na reforma da Lei das S.A.. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 131, pp. 112 e 119, jul./set., 2003. Embora entenda ser arbitrável, Arnoldo Wald sustenta a produção diferenciada de efeitos da decisão arbitral sobre a anulação de deliberação assemblear: Nesses caso, entendemos que o litígio não deixa de ser arbitrável, mas a decisão arbitral será ineficaz em relação a esses terceiros. Tratar-se-ia de um caso de ineficácia sui generis, que equivaleria a uma desconstituição parcial das decisões, sem efeito retroativo em relação a terceiros. Embora tal fórmula contrarie, em princípio, a regra geral de que o ato nulo não produz efeitos, aplica-se o mesmo raciocínio adotado pelo legislador em relação à inconstitucionalidade, que, eventualmente, pode, em certos casos, ser declarada com efeitos ex nunc. WALD, Arnoldo. A arbitrabilidade dos conflitos societários: contexto e prática. In: YARSHELL, Flávio Luis; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 2, pp. 98-99.

seja incluída na demanda e, mesmo que somente um acionista figure no processo judicial, a decisão irá produzir seus regulares efeitos.

Parece-nos, contudo, que a resistência pode ser superada se analisados com mais cautela a legitimidade passiva da ação anulatória e os efeitos que daí advierem. Vejamos.

A ação do artigo 282 da Lei das S.A., por meio da qual deve ser deduzida pretensão para afastar eventual *quitus* conferido ao administrador a partir da aprovação de suas contas, diz respeito à anulação de uma deliberação da assembleia geral.

A assembleia geral é um órgão, integra a sociedade e não tem personalidade jurídica autônoma, de modo que qualquer ato por ela praticado ou qualquer manifestação de vontade que decorra das decisões por ela adotadas é atribuída à companhia.

Assim, a anulação da deliberação da assembleia geral representa a desconstituição de ato da companhia, de forma que, em eventual ação anulatória, o polo passivo terá que ser ocupado pela companhia<sup>277</sup>.

Figurando a companhia no polo passivo, seja em sede judicial ou arbitral, caso o julgador decida desconstituir a deliberação que exonera o administrador de responsabilidade, a administração terá ciência da decisão, devendo promover sua divulgação aos acionistas e ao mercado em geral, na forma do artigo 22, § 1º, inciso I da Lei nº 6.385/1976 e do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002.

Assim, independentemente de se discutir se o pronunciamento arbitral poderia ou não produzir efeitos em relação a todos os acionistas, o exame detalhado da formação da relação processual que envolve um pedido de anulação de deliberação assemblear, demonstra que, mesmo na hipótese de previamente ter sido concedido o *quitus* ao administrador, se configurado qualquer dos vícios estabelecidos no artigo 134, § 3º, da Lei das S.A., a responsabilidade do administrador, na forma dos artigos 158 e 159 da lei societária, poderá validamente ser apurada por meio de arbitragem.

---

<sup>277</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada**. v. IV, 2. ed. Quartier: Latin, 2015, p. 508. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Invalidez das deliberações da assembleia das S.A.** São Paulo: Malheiros, p. 125. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017, pp. 1532-1533. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A Cláusula compromissória estatutária. **Revista de Arbitragem e Mediação**. São Paulo, ano 6, n. 22. TALAMINI, Eduardo. Legitimidade, Interesse, Possibilidade Jurídica e Coisa Julgada nas Ações de Impugnação de Deliberações Societárias. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 127. GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Manual das companhias ou sociedades anônimas. 3. ed. São Paulo: RT, 2013, p. 177. LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas: comentários à lei**. v. III. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 1187.

## 2.6. CONCLUSÕES PARCIAIS

Verificado que a Lei das S.A. estabeleceu situações em que o liame orgânico entre administradores e a companhia é rompido e que é atribuída ao administrador a responsabilidade pessoal pelos atos praticados com dolo ou culpa, em infração à lei ou ao estatuto social, o presente Capítulo dedicou-se ao exame de mecanismos por meio dos quais pode-se requerer o reconhecimento desta responsabilidade.

Iniciou-se o exame a partir da tutela coletiva consagrada na Lei nº 7.913/1989. A ação civil pública do mercado de capitais foi analisada com o intuito de identificar sua finalidade – tutela exclusiva dos danos individuais sofridos ou uma possível utilização preliminar para evitar danos ao mercado de valores mobiliários. Além disso, verificou-se que a consagração do Ministério Público como único legitimado para propositura poderia representar redução da eficácia da tutela dos danos causados aos investidores. Ademais, a partir das condutas listadas na Lei nº 7.913/1989 como ensejadoras de danos, determinou-se que os administradores podem praticá-las, especialmente aquelas relacionadas ao cumprimento da obrigação de informar os acionistas e o mercado em geral e à prática do *insider trading*.

Ainda no âmbito da tutela coletiva, constatou-se que o mecanismo de habilitação individual dos investidores lesados e a destinação de recursos residuais para um fundo sem relação específica com a tutela do mercado de capitais contribui para ineficácia desse mecanismo de reparação de danos, inclusive dos que decorrem da atuação de administradores de companhias abertas.

Em seguida, examinou-se a utilização dos termos de compromisso que podem ser celebrados com a CVM e os acusados ou investigados em processos e inquéritos administrativos, cuja regulação estabelece a possibilidade de o compromisso de pagamento englobar indenização dos prejuízos sofridos por investidores.

Nesta oportunidade, questiona-se como a não participação dos prejudicados na formulação da proposta de termo do compromisso ou do processo de negociação contribui para a baixa utilização desse mecanismo como meio de responsabilizar os administradores pelos prejuízos que tenham causado ao atuarem com culpa ou dolo ou em infração à lei ou ao estatuto social.

Após, buscou-se, nos mecanismos criados no âmbito da auto-regulação – o MRP e as sanções impostas pela B3 S.A. aos participantes do Novo Mercado –, identificar a

viabilidade da constituição de meios privados para garantir – ainda que sujeito a limites – indenizações aqueles que sejam prejudicados pelos atos dos administradores de companhia aberta.

Contudo, a falta de uma prévia delimitação dos danos indenizáveis, dos possíveis lesados e da extensão dos prejuízos e o não cabimento, a nosso ver, da imposição às companhias abertas de atribuir recursos a um fundo do qual seriam feitos os pagamentos aos lesados, tornam potencialmente ineficiente a adoção de uma via semelhante ao MRP para garantir uma mínima obrigação indenizatória dos administradores.

Examinou-se ainda o mecanismo previsto na própria Lei nº 6.404/1976, a ação judicial – ou arbitral – que pode ser iniciada pela companhia ou pelos acionistas para reparar os danos que os administradores lhes tenham causado.

Neste momento, estudou-se a disciplina específica do artigo 159 da Lei nº 6.404/1976, concluindo-se pela necessidade do exame mais aprofundado de conceitos ali estabelecidos – dano e nexa causal – tanto à luz da lei societária quanto ao Código Civil.

Antes de finalizar, o Capítulo 2 analisou o cabimento da postulação, pela companhia ou pelos acionistas, da responsabilidade dos administradores mediante procedimentos arbitrais. Concluiu-se que os administradores se vinculam à cláusula compromissória estatutária e que a pretensão reparatória atende aos requisitos da arbitrabilidade objetiva.

### 3. OBJETO DO DANO: O PATRIMÔNIO DA COMPANHIA E DOS ACIONISTAS

#### 3.1. ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

Como visto ao longo dos capítulos anteriores, a Tese pretende contribuir para o estudo de aspectos relativos à reparação de danos provocados por condutas, dolosas ou culposas, adotadas em infração à lei ou ao estatuto, dos administradores de sociedades anônimas. A esse respeito, foi salientado que grande parte das questões tormentosas relativas à responsabilidade dos administradores surge nas companhias abertas, especialmente naquelas de capital disperso.

Ao imputar ao administrador a obrigação indenizatória por danos causados à companhia, a acionistas ou a terceiros, os artigos 158 e 159 da Lei nº 6.404/1976 elegeram o patrimônio como o elemento distintivo e caracterizador de tais danos.

Com efeito, o *caput* e o § 2º do artigo 158 e o *caput* do artigo 159 da Lei das S.A. estabelecem que o administrador responderá pelos “prejuízos” causados, sendo indicado no *caput* do artigo 159 que a norma ali contida disciplina a recuperação dos “prejuízos causados” ao patrimônio da companhia.

Além destes dispositivos, o § 7º do artigo 159 da lei societária utiliza o vocábulo “prejudicado” para reconhecer o direito do acionista ou de terceiro de acionar o administrador, pela via judicial ou arbitral, para obter indenização pelos danos que tenham sido impostos a seu respectivo patrimônio<sup>278</sup>.

Para compreender quais danos causados por administradores a Lei nº 6.404/1976 autoriza a reparação, bem como para definir qual a espécie de ação – social ou individual – poderá ser iniciada, deve-se, necessariamente, examinar a origem, as limitações e as diferenciações dos patrimônios da companhia e dos acionistas.

Nesse sentido, também devem ser analisadas as eventuais interações entre os patrimônios dos acionistas e da companhia, para verificar se, de fato, eles são autônomos ou se, de alguma forma, dependem ou produzem efeitos um em relação ao outro.

Questão atinente ao tema não menos importante é verificar se essas relações patrimoniais entre a companhia e os acionistas atingem de forma uniforme todos os

---

<sup>278</sup> Como mencionado na Introdução à presente Tese, o estudo ora desenvolvido não engloba o exame da responsabilidade dos administradores perante terceiros que contratam ou se relacionam com a companhia.

acionistas ou se seria possível, a partir de uma configuração de "subespécies" de acionistas, falar de uma autonomia do patrimônio daqueles que, por exemplo, adquirem ações de emissão da companhia no mercado secundário<sup>279</sup>. A esse respeito, é essencial estudar se os investidores que adquirem as ações de emissão de companhias abertas, seja em sua constituição, seja no mercado primário, ou ainda no mercado secundário, poderiam ser classificados de forma diferenciada e terem seus patrimônios atingidos de forma distinta e, por consequência, terem direitos diversos à reparação de danos causados pelos administradores.

Estes pontos constituem o cerne do presente Capítulo, que fixará as bases para a definição que se pretende propor, no Capítulo 4, a respeito dos danos diretos e indiretos para fins da teoria da responsabilidade societária.

### 3.2. ORIGEM DA SEPARAÇÃO PATRIMONIAL: A PESSOA JURÍDICA

Os indivíduos têm motivações diferenciadas para se unirem e desenvolverem em conjunto determinada atividade. Podem estar interessados em associar-se com a finalidade de promover o bem coletivo, de atribuir fim benemérito a determinado conjunto de bens ou, ainda, de promover um empreendimento econômico. Para tanto, a história revela a criação de um “manto” sob o qual as pessoas naturais, em conjunto, realizam tais atividades.

A pessoa jurídica<sup>280</sup>, tal como consagrada hoje nos artigos 40<sup>281</sup> e 49-A<sup>282</sup> do Código Civil, representa um ente com personalidade distinta da dos membros que a

<sup>279</sup> “No mercado primário ocorre a emissão e distribuição de novos valores mobiliários; no secundário, valores mobiliários emitidos anteriormente são negociados entre investidores”. SANTOS, Aline de Menezes. Artigo 1º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 26.

<sup>280</sup> Francesco Galgano define a personalidade jurídica como “la speciale disciplina che, in deroga al diritto comune, la legge ha previsto per determinati gruppi”, disciplina consistente em uma “somma di privilegi che, ricorrendo specifici presupposti, il legislatore ha concesso al membri”. (Tradução livre: A disciplina especial que, em derrogação ao direito comum, a lei que conferiu a determinados grupos consistente em uma soma de privilégios que, recorrendo a pressupostos específicos, o legislador concedeu aos membros). GALGANO, Francesco. *Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica*. **Rivista di diritto civile**, Padova, v. 1, pp. 553-567, 1965 *apud* COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle da Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 392.

<sup>281</sup> BRASIL. Lei nº 10.406/2002, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 21.12.2019.

“Artigo 40. As pessoas jurídicas são de direito público, interno ou externo, e de direito privado”.

<sup>282</sup> BRASIL. Lei nº 10.406/2002, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 21.12.2019.

constituíram. Isso quer dizer que a pessoa jurídica, de direito público ou de direito privado, tem a sua existência reconhecida pelo ordenamento jurídico independentemente da de seus integrantes, sejam daqueles que a fundaram, seja dos que posteriormente adquiram quotas ou ações representativas de seu capital social.

Especialmente no âmbito do direito privado, a constituição deste ente autônomo foi – e é<sup>283</sup> – relevante para que os indivíduos possam, de forma minimamente segura, reunir esforços e recursos, combinar aptidões e conhecimentos, para a realização contínua da atividade econômica lucrativa<sup>284</sup>.

Veja-se que a segurança que os indivíduos buscaram – e buscam – ao constituir ou a integrar uma pessoa jurídica tem por fundamento a duração indeterminada desse ente autônomo que lhes permite desenvolver o empreendimento econômico sem a limitação da vida das pessoas naturais, bem como a disseminação de riscos financeiros, que decorre – como se verá adiante – da segregação patrimonial e da dispersão entre os sócios das obrigações de aporte de recursos financeiros para o desenvolvimento das atividades lucrativas<sup>285</sup>.

De acordo com o artigo 44 do Código Civil, são pessoas jurídicas de direito privado (i) as associações, (ii) as sociedades, (iii) as fundações, (iv) as organizações religiosas, (v) os partidos políticos, e (vi) as empresas individuais de responsabilidade limitada. Embora em todas elas haja um ente distinto das pessoas naturais que as compõem, as sociedades revelam-se como a entidade em que essa distinção da personalidade apresenta-se de forma mais marcante. De fato, a atribuição de personalidade distinta a dos sócios permite que as sociedades estruturem-se de forma a oferecer melhores condições para a promoção de atividades econômicas, resguardando os interesses dos acionistas em serem remunerados

---

“Artigo 49-A. A pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores”.

<sup>283</sup> A importância da pessoa jurídica foi ratificada com a edição da Lei nº 13.874/2019, a denominada “Declaração de Direitos da Liberdade Econômica”. BRASIL. Lei nº 13.874/2019, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado e faz alterações em diversas leis. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 20 de setembro de 2019. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm). Acesso em: 21.12.2019.

<sup>284</sup> OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **Conceito de Personalidade Jurídica**. 1962. Tese (Concurso de Livre-Docência de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 1962, pp. 142-143.

<sup>285</sup> “Os homens agrupam-se para tirar proveito da unidade que entre eles se estabelece”. SCALZILLI, João Pedro. **Confusão Patrimonial no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 55-56. No mesmo sentido, PINTO JUNIOR, Mario Engler. Análise Econômica da Propriedade Acionária. In: PEREIRA, Guilherme Teixeira (org.). **Direito Societário e Empresarial: Reflexões Jurídicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 144.

pelos investimentos realizados, isto é, permitindo que a eles sejam distribuídos os lucros auferidos. A esse respeito, a doutrina esclarece<sup>286</sup>:

Mas o objetivo específico do contrato de sociedade é, sempre, a produção e partilha de lucros entre os sócios, ou melhor, a distribuição dos lucros sociais. Não é sociedade o pacto que estipulasse fossem os lucros da atividade comum totalmente reinvestidos no negócio, sem jamais serem distribuídos entre os sócios, nem direta nem indiretamente.

Como se verifica, a sociedade revela-se como a pessoa jurídica que se adapta à operacionalização dos interesses lucrativos de seus membros, congregando as condições para a estruturação de atividades econômicas destinadas à produção de lucros.

### 3.2.1. Vontade Autônoma, mas “Dependente”

Embora não se discuta que a pessoa jurídica constitui um ente distinto em relação aos membros que a integram, uma breve digressão deve ser feita a respeito da diferenciação de vontade do ente e das pessoas naturais que são titulares dos instrumentos representativos de seu capital. Ou seja, a partir do processo de formação da vontade da sociedade anônima, seria possível falar em uma vontade autônoma desta pessoa jurídica? Ou, de alguma forma, tratar-se-ia de uma vontade dependente?

Ao longo do tempo, discutiu-se, em sede doutrinária, se a pessoa jurídica constituiria uma realidade ou uma ficção. Em um primeiro momento, o debate concentrou-se no reconhecimento dos seres humanos como a unidade central dos ordenamentos jurídicos, de modo que a criação e a admissão de entes distintos aos indivíduos não poderia ser obra do mundo real, mas um reconhecimento do legislador<sup>287</sup>. Nesta visão, como a

---

<sup>286</sup> COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 151. No mesmo sentido, “direito ao lucro e a manutenção saudável do empreendimento com a realização contínua da atividade empresarial, materializada enfim na consecução de seu objeto social a cuja realização se propôs ou se dispôs quando da constituição da companhia ou adesão ao seio social”. BARBOSA, Henrique Cunha. Responsabilidade de Administradores e Controladores: O “Caso Sadia” Numa Incursão “Guerreiriana” Para Além do Dever de Diligência e da Ação Social. *In: Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 426-427.

<sup>287</sup> “Não escondemos que, para nós, a personalidade jurídica representa mero reconhecimento técnico-jurídico de realidade pré-normativa, no plano do ser. Na velha questão dos universais, nossa posição básica ainda é a do realismo moderado, em sua versão monista. Para nós, só as pessoas são sujeitos de direito, todo sujeito de direito é pessoa, embora possa haver gradações na capacidade de direitos (...)”. OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **A Dupla Crise da Pessoa Jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979, pp. 551-552.

realidade somente comprovava a existência do indivíduo, a pessoa jurídica somente existiria, porque o legislador assim o quis.

Por outro lado, doutrinadores sustentavam que a personalidade da pessoa jurídica não seria concedida pelo ordenamento jurídico, mas estaria conectada de forma direta à existência da coletividade organizada para o desenvolvimento de atividades econômicas<sup>288</sup>.

Independentemente do fundamento que se adotasse, o reconhecimento da pessoa jurídica como um ente distinto de seus membros teve uma função histórica relevante: permitiu que pessoas naturais dedicassem partes específicas de seus patrimônios para o desempenho de certas atividades, sem comprometê-lo de forma integral, bem como permitiu a realização de investimentos sem que a pessoa natural tivesse que se envolver no desenvolvimento *in concreto* das atividades sociais.

No entanto, no âmbito das sociedades – em especial as anônimas – não é possível falar em uma vontade criada de forma verdadeiramente autônoma no âmbito da pessoa jurídica, mas sim em um produto de vontades individuais imputado a este ente. De fato, não se nega o reconhecimento e a imputação da vontade à companhia, mas o que se pretende colocar em destaque é o caráter primordial da atuação dos administradores e dos acionistas na formação de tal vontade.

A verificação de eventual interseção entre a vontade da companhia e a de seus acionistas é relevante, uma vez que pode ser um indicativo de outras interações, por exemplo, aquela existente entre os patrimônios de cada um deles.

Em primeiro lugar, como visto no Capítulo 1, a sociedade anônima depende de seus administradores para se estruturar internamente e para se relacionar com o mundo externo.

---

<sup>288</sup> Vivante situou-se na posição realista: “La società è quindi una persona giuridica che ha un contenuto reale, cioè una volontà propria organizzata a difesa del proprio scopo. La legge la riconosce ma non la crea. La legge riconosce come soggetto di diritto unente che già esiste nella realtà”. (Tradução livre: A sociedade é portanto uma pessoa jurídica que possui um conteúdo real, ou seja, uma vontade própria organizada em defesa do próprio escopo (objetivo). A lei a reconhece, mas não a cria. A lei reconhece como sujeito de direito que já existe na realidade). VIVANTE, Cesare. **Trattato di Diritto**. v. II. Milão: F. Vallardi, 1906, p. 4. Igualmente Georges Ripert: “Pendant longtemps, on a considéré la personnalité morale comme une personnalité fictive. Les êtres humains étant seuls des personnes, pour donner aux groupements les droits reconnus aux personnes, le législateur les a dotés de la personnalité. Ce fut le moyen de prétendre que cette personnalité était concédée par la loi, ce qui permettait de la refuser aux groupements que le législateur ne voulait pas reconnaître. - Contre cette théorie, a été défendue la conception de la personnalité réelle; tout groupement susceptible d'avoir une volonté propre ou de manifester une activité distincte est un sujet de droit qui a une personnalité; la personnalité n'est pas concédée, elle est attachée à l'existence du groupement”. (Tradução livre: Durante muito tempo, considerou-se a personalidade jurídica como uma personalidade fictícia). RIPERT, Georges. **Traité Élémentaire de Droit Commercial**. Paris: LDGJ, 1948, p. 232. Ainda sobre o tema, ver BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 32 e ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. v. 4. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 6.

Da mesma forma, em sua origem, ela necessita que um grupo de indivíduos decida se reunir e constituí-la como ente jurídico autônomo. Ou seja, tanto em sua constituição quanto no decorrer de sua “vida”, a sociedade anônima necessita de seus administradores e acionistas para formar, desenvolver e materializar a vontade a ela imputada.

A esse respeito, José Luiz Bulhões Pedreira e Luiz Alberto Colonna Rosman reconhecem a natureza coletiva da formação dos atos de vontade da companhia, consubstanciada na contribuição de seus acionistas, e sua posterior imputação a essa entidade de personalidade própria<sup>289</sup>:

O que fundamenta a imputação da deliberação coletiva a todo o grupo é a natureza unitária do ato coletivo criado pelo procedimento de deliberação, que transforma a multiplicidade de atos de vontade individuais em um único ato coletivo, que é ato do grupo – como um todo – porque resulta de ação comum. Sem o procedimento que estrutura em sistema os atos de vontade individuais pode haver igualdade de opiniões dos sócios, mas não deliberação coletiva: ainda que todos os sócios, encontrando-se em reunião social, manifestem igual opinião sobre assunto de interesse da sociedade, não haverá deliberação coletiva a não se que acordem em considerar a reunião em curso como procedimento de deliberação e que o resultado desse procedimento seja ali proclamado. Mesmo na deliberação unânime é a unidade do ato coletivo – e não a igualdade dos votos – que fundamenta a imputação da deliberação ao grupo.

Como se verifica, ratifica-se a imputação da vontade à própria companhia, mas reconhece-se a presença de elementos individuais, cuja conjugação, consubstanciada muitas vezes nas deliberações adotadas pelos órgãos societários, faz como que o produto das manifestações volitivas das pessoas naturais seja reconhecido como da pessoa jurídica. De fato, a sociedade anônima, ainda que não dependa individualmente desse ou daquele acionista ou administrador, não tem vida sem que os indivíduos que, em determinado momento, compõem essas categorias jurídicas, materializem a vontade no mundo real.

Assim, a vontade da sociedade anônima é, de fato, a vontade de um ente individualizado e distinto dos administradores e dos acionistas, a qual, para se formar, precisa da contribuição dos administradores ou dos acionistas. O exemplo das companhias abertas com capital disperso deixa isso claro, uma vez que, em tais sociedades, a direção e a

---

<sup>289</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das Demonstrações Financeiras, Tomada de Contas dos Administradores e seus Efeitos. Necessidade de Prévia Anulação da Deliberação que Aprovou as Contas dos Administradores para a Propositura de Ação de Responsabilidade. *In*: CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). **Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 53.

tomada de decisões relativas às atividades da companhia cabem aos administradores. Ou seja, como nenhum acionista consegue fazer sua vontade prevalecer de forma isolada no âmbito de assembleias gerais, os administradores – evidentemente, como órgãos da companhia – assumem a liderança e a condução dos negócios ao desempenhar a função de “presentante” da vontade que, em última instância, atribui-se à companhia.

A interação na formação da vontade da sociedade anônima, embora não signifique negar a sua autonomia e personalidade própria, revela, todavia, uma dependência inata deste ente, com relação a seus administradores e acionistas.

Esta constatação corrobora a perplexidade expressada no Capítulo 1 quanto à companhia poder buscar a responsabilidade de seus administradores, já que eles são o seu instrumento de “apresentação” no mundo real. Da mesma forma, surge questionamento sobre como um acionista que, por meio da deliberação assemblear, contribui para a formação da vontade da sociedade, poderia, nos termos do artigo 287, inciso I, alínea “g”, da Lei nº 6.404/1976, propor ações judiciais ou procedimentos arbitrais contra a companhia.

Tal como se concluiu no Capítulo 1, para que se distinga a responsabilidade da companhia da dos administradores, reconhece-se a necessidade de elementos – como a ilicitude dos atos praticados – capazes de romper o vínculo orgânico entre eles e companhia e, por consequência, do liame que permite que os atos e as vontades manifestados pelos administradores sejam imputados à companhia.

Já no que diz respeito à dependência e segregação de vontades entre os acionistas e a companhia, é a autonomia da pessoa jurídica e, portanto, o reconhecimento de que o produto das deliberações dos acionistas é verdadeiramente vontade da companhia que faz com que se supere as “interseções” volitivas e, por consequência, autorize-se o acionista a propor ações judiciais ou iniciar procedimentos arbitrais em face da companhia.

Como se verifica, sem o administrador e sem o acionista, a pessoa jurídica não forma nem externaliza sua vontade, extraindo-se de tal constatação haver interseções constantes entre os atos que se atribuem à companhia, a seus administradores e a seus acionistas.

Assim, se a vontade da companhia somente se forma com a atuação dos administradores e dos acionistas, é possível que os efeitos daí decorrentes revelem interações maiores entre a sociedade anônima e seus sócios, como a existente entre seus patrimônios.

### 3.2.2. Segregação Patrimonial

De acordo com o artigo 45 do Código Civil brasileiro, as pessoas jurídicas passam a existir com a inscrição de seus atos constitutivos no registro competente<sup>290</sup>. No caso da sociedade anônima, além deste registro, outras formalidades devem ser observadas para sua constituição, tais como a subscrição integral das ações em que se divide o capital social e a realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro<sup>291</sup>.

Da formação e da existência da pessoa jurídica, além de decorrer sua capacidade para exercer direitos e assumir obrigações, também resulta a chamada autonomia patrimonial<sup>292</sup>. Com efeito, a partir da reunião das contribuições originárias dos acionistas, forma-se um conjunto de bens, dívidas, direitos e obrigações que migra da esfera da propriedade individual dos acionistas e passa a ser de titularidade da sociedade. Como indica a doutrina,

a constituição de empresas sob a forma de pessoas jurídicas, aliás, separa nitidamente o acervo empresarial dos patrimônios individuais dos sócios. Estes, de proprietários, passam à posição jurídica de participantes dos resultados de uma exploração patrimonial autônoma<sup>293</sup>.

<sup>290</sup> Sobre o tema ver: BIFANO, Elidie Palma; BENTO, Sergio Roberto de Oliveira. **Aspectos Relevantes do Direito de Empresa de acordo com o Novo Código Civil**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 102.

<sup>291</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 21.12.2019.

“Art. 80. A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares: I - subscrição, pelo menos por 2 (duas) pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto; II - realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro; III - depósito, no Banco do Brasil S/A., ou em outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em dinheiro. Parágrafo único. O disposto no número II não se aplica às companhias para as quais a lei exige realização inicial de parte maior do capital social.” O cumprimento de outros requisitos poderá ser exigido na medida em que a constituição da companhia se dê por meio da subscrição pública ou privada de ações. A esse respeito, ver, especialmente, artigos 82 e 88 da Lei das S.A..

<sup>292</sup> FABRETTI, Lúaudio Camargo. **Direito de Empresa no Novo Código Civil**. São Paulo: Atlas, 2004, p. 53

<sup>293</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Função Social da Propriedade dos Bens de Produção. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 63, p. 74, jul./set., 1986.

Essa “técnica” de separação patrimonial<sup>294</sup> é vista por alguns autores como a própria causa – a mínima unidade de efeitos<sup>295</sup> – da constituição da pessoa jurídica. Isso porque enxerga-se na fragmentação patrimonial o mecanismo propulsor das atividades econômicas, já que por meio dele seria possível destacar dos patrimônios individuais dos sócios uma parcela para o exercício em conjunto de atividade econômica, sem que os bens e dívidas restantes do patrimônio individual possam afetar ou serem afetados pela atuação da sociedade<sup>296</sup>.

A afirmação da personalidade jurídica da companhia distinta da de seus integrantes leva-nos a uma segunda constatação: não faria sentido criar ente jurídico autônomo se não fosse possível reconhecer a separação entre o seu patrimônio e o de seus acionistas<sup>297</sup>.

Tamanho é a importância da autonomia patrimonial decorrente da constituição da pessoa jurídica, que, no ano de 2019, promoveu-se alteração no Código Civil brasileiro, para incluir o artigo 49-A, estabelecendo-se em seu parágrafo único que “a autonomia patrimonial das pessoas jurídicas é um instrumento lícito de alocação e segregação de riscos, estabelecido pela lei com a finalidade de estimular empreendimentos, para a geração de empregos, tributo, renda e inovação em benefício de todos”<sup>298</sup>.

<sup>294</sup> RIPERT, Georges. **Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947, p. 60. OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **A Dupla Crise da Pessoa Jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979, p. 302. No mesmo sentido, COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle da Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 388.

<sup>295</sup> Sobre o tema da “causa”, ver NERY, Ana Rita de Figueiredo. **A Causa do Contrato Administrativo: Análise do Conteúdo Contratual como Parâmetro de Aplicação do Princípio da Eficiência**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

<sup>296</sup> “A criação teórica da pessoa jurídica foi avanço que permitiu o desenvolvimento da atividade econômica, ensejando a limitação dos riscos do empreendedor ao patrimônio destacado para tal fim.” BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Embargos de Divergência em Recurso Especial nº 1.306.553-SC, da 2ª Seção. Embargante: Comércio de Carnes Vale Verde Ltda. Embargado: Frigorífico Rost S.A. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, 10 de dezembro de 2014. No âmbito da doutrina, destaca-se TOMAZETTE, Marlon. **Direito Societário**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2003, pp. 62-63. GONÇALVES, Oksandro. Os princípios gerais do direito comercial – Autonomia patrimonial da pessoa jurídica, limitação e subsidiariedade da responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 58, ano 15, p. 197, out./dez., 2012. FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Sociedades Mercantis**. v. III. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1958, p. 674.

<sup>297</sup> Explica Fábio Konder Comparato que a constituição de sociedades personificadas apresenta por causa a necessidade de separação patrimonial, isto é, a constituição de um patrimônio autônomo, cujos elementos não se confundem com a esfera patrimonial dos sócios; sendo essa autonomia um instrumento para a consecução do objetivo social, que só se sustenta pela permanência desse escopo e pela possibilidade de sua realização, assim, enquanto os próprios sócios não a corromperem. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle da Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 388.

<sup>298</sup> BRASIL. Lei nº 10.406/2002, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 21.12.2019.

Embora não signifique inovação quanto aos efeitos que se reconhece a partir da existência da pessoa jurídica, esta previsão procura indicar que, sob uma motivação legislativa liberal, o ordenamento jurídico brasileiro tem por princípio o respeito à separação dos patrimônios da sociedade e de seus acionistas<sup>299</sup>.

A segregação, contudo, não é absoluta, seja, por exemplo, em decorrência da necessária contribuição dos acionistas para a formação do capital social, seja, como será visto adiante, pelas interações decorrentes da titularidade de ações e do emprego do patrimônio social nas atividades da companhia.

De qualquer modo, ainda que a autonomia patrimonial constitua um atrativo para a constituição da pessoa jurídica, a separação de patrimônios não significa, por si só, que os sócios não respondem pelas obrigações da sociedade. Com efeito, a separação patrimonial faz com que, em decorrência da pessoalidade da responsabilidade, os bens e direitos integrantes do patrimônio da sociedade sejam utilizados, prioritariamente, para satisfazer as dívidas e obrigações por ela contraídas. No entanto, dependendo do tipo societário, a responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais poderá ser direta ou indireta, em maior ou menor escala.

A prioridade na utilização do patrimônio da sociedade para honrar obrigações e saldar dívidas está expressamente consagrada no artigo 1.024 do Código Civil brasileiro, que estabelece que “os bens particulares dos sócios não respondem por dívidas da sociedade, senão depois de executados os bens sociais”<sup>300</sup>. O mesmo diploma legal regula os diferentes tipos societários, estabelecendo distintas regras de responsabilidade do patrimônio individual do sócio conforme se trate de sociedade em nome coletivo, em comandita simples, em comandita por ações, limitada e anônima<sup>301</sup>.

---

<sup>299</sup> A respeito da relevância da limitação da responsabilidade, “não se pode esquecer de que a responsabilidade limitada é fator de progresso econômico, pois, permitindo um maior fluxo de capitais para as atividades produtivas, contribui para uma redução relativa de custos e preços.” COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle da Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 386.

<sup>300</sup> BRASIL. Lei nº 10.406/2002, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 21.12.2019.

<sup>301</sup> “A ideia de uma sociedade em que nenhum dos sócios responde solidariamente pelas obrigações sociais, mas todos têm a responsabilidade limitada à contribuição para o capital social, somente foi admitida a partir do século XVII, com a criação das sociedades de colonização e comércio, promovidas e comandadas pelos Estados, que deram origem à companhia.” LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 40.

Na sociedade anônima, a limitação da responsabilidade dos acionistas pelas dívidas e obrigações patrimoniais manifesta-se de forma mais expressiva<sup>302</sup>, já que a responsabilidade destes é limitada à importância das ações por eles subscritas ou adquiridas, conforme determina o artigo 1º da Lei nº 6.404/1976<sup>303</sup>. Isto é, subscritas e integralizadas as ações, o patrimônio individual do acionista não pode ser utilizado para saldar dívidas e obrigações contraídas pela companhia.

Vale ressaltar que esta é a regra geral que disciplina a relação entre o patrimônio da companhia e o do acionista. Como será examinado adiante, em decorrência de situações como a desconsideração da personalidade jurídica, a realização de aumentos de capitais mediante a subscrição de ações e a liquidação da sociedade, há interações diretas entre essas duas esferas e os patrimônios da companhia e dos acionistas não são considerados de forma totalmente apartada.

De qualquer modo, reconhecida a personalidade jurídica e tratando-se de uma sociedade anônima, a segregação entre o patrimônio da sociedade e de seus acionistas expressa-se de forma marcante<sup>304</sup>. No entanto, embora mencionado em diversas oportunidades pelo legislador e nos parágrafos anteriores desta Tese, não se definiu ainda em que consiste o objeto dessa separação.

De fato, o instituto jurídico do patrimônio deve ser examinado com mais profundidade para que se possa compreender a segregação que decorre da constituição da pessoa jurídica, mas, primordialmente, para se estabelecer as linhas divisórias entre os danos que a atuação do administrador pode causar à companhia e aqueles que podem ser impostos aos acionistas.

---

<sup>302</sup> “En réalité si la société est dite ‘anonyme’ c’est parce que les actionnaires disparaissent derrière les capitaux qu’ils mettent à la disposition de la société”. (Tradução livre: Na realidade, se a sociedade é chamada de anônima é porque os acionistas desaparecem atrás do capital que eles disponibilizam à sociedade). GUYON, Yves. **La Société Anonyme**. Paris: Dalloz, 1994, p. 1. *apud* ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. v. 4. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 6.

<sup>303</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 21.12.2019.

“Artigo 1º - A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.”

<sup>304</sup> “O Direito vigente em nosso país consagra, como é de notório conhecimento, o princípio da separação entre sociedade e sócio, expresso pelo art. 20 do nosso Código Civil, e levado a seu significado mais amplo e completo no caso das associações e das sociedades anônimas em que inexiste qualquer sócio ou associado que responda por dívidas da pessoa jurídica.” OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **A Dupla Crise da Pessoa Jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979, p. 519.

### 3.3. O PATRIMÔNIO

Como mencionado no início do presente Capítulo, ao tratar da responsabilidade dos administradores, a Lei das S.A. utilizou o instituto do patrimônio como base para definir a obrigação de reparação e o meio processual adequado à obtenção de indenização, sem, no entanto, defini-lo.

Para além da esfera normativa especializada do direito societário, verifica-se que o Código Civil brasileiro também não conceitua patrimônio. Tal como a Lei das S.A., a Lei nº 10.406/2002 menciona em diversos dispositivos a palavra “patrimônio”, mas, em nenhum dos seus mais de dois mil artigos, o define com precisão.

Por exemplo, ao tratar da constituição de fundações, o artigo 65 do Código Civil refere-se a obrigações imputadas a quem o instituidor cometer “a aplicação do patrimônio”. Da mesma forma, o artigo 99 do Código indica que são bens públicos, os dominicais que constituem “o patrimônio das pessoas jurídicas de direito público”. Ainda no artigo 477, ao disciplinar o instituto da exceção de contrato não cumprido, o Código Civil estabelece que, em razão da diminuição do patrimônio de determinada parte que seja capaz de comprometer “ou tornar duvidosa a prestação pela qual se obrigou, pode a outra recusar-se à prestação que lhe incumbe”.

A título exemplificativo, vale ainda ressaltar que, no livro destinado ao direito da empresa, o § 7º do artigo 980 do Código Civil estabelece que somente o “patrimônio social da empresa responderá pelas dívidas da empresa individual de responsabilidade limitada, hipótese em que não se confundirá, em qualquer situação, com o patrimônio do titular que a constitui, ressalvados os casos de fraude”.

Como se verifica, em diversos dispositivos, o legislador civil também faz menções expressas ao instituto do patrimônio, mas não o conceitua.

Contudo, a partir de alguns artigos do Código Civil é possível extrair manifestações do legislador quanto a elementos constitutivos do patrimônio. Nesse sentido, (i) o § 2º do artigo 50, ao definir confusão patrimonial, refere-se à assunção de “obrigações” e transferência de “ativos e passivos”; (ii) o artigo 538 indica que o doador pode transferir de seu patrimônio “bens ou vantagens para o de outra”, (iii) ao disciplinar a sociedade em comum, o artigo 988 prevê que “os bens e dívidas sociais constituem patrimônio especial”, (iv) o § 3º do artigo 1.122, ao regular a hipótese de falência superveniente em operação de incorporação de sociedades, determina que, ocorrendo a “falência da sociedade

incorporadora, da sociedade nova ou da cindida, qualquer credor anterior terá direito a pedir a separação dos patrimônios, para o fim de serem os créditos pagos pelos bens das respectivas massas”, (v) o artigo 1.390 estabelece que o usufruto poderá recair sobre “um ou mais bens, móveis ou imóveis, em um patrimônio inteiro, ou parte deste, abrangendo-lhe, no todo ou em parte, os frutos e utilidades”, e (vi) o artigo 1.674, ao regular o regime de bens da participação final nos aquestos, prevê a sua apuração, “excluindo-se da soma dos patrimônios próprios: I - os bens anteriores ao casamento e os que em seu lugar se subrogaram; II - os que sobrevieram a cada cônjuge por sucessão ou liberalidade; III - as dívidas relativas a esses bens”.

Ainda que selecionados como exemplos, é possível extrair dos referidos dispositivos legais elementos que contribuem para a definição do patrimônio, quais sejam: (a) obrigações, (b) ativos, (c) passivos, (d) bens, (e) vantagens, (f) dívidas, (g) créditos, (h) frutos, e (i) utilidades.

De que forma, então, tais elementos contribuem para a conceituação do patrimônio? Além disso, seria possível considerá-lo como uma agregação autônoma dos referidos elementos, o qual, considerado individualmente, poderia ser objeto autônomo de direitos e obrigações?

Veja-se que tais questões são relevantes para o tema da responsabilidade civil dos administradores das companhias abertas, uma vez que o conceito de patrimônio ou a sua definição a partir dos elementos que o integram vai determinar a configuração do dano e, por consequência, aquilo que, tanto na esfera da companhia como dos acionistas, poderá ser afetado pela conduta dos administradores e, assim, justificar a ação indenizatória.

Dessa forma, diante da omissão legislativa a respeito de um conceito preciso de patrimônio, deve-se verificar se em sede doutrinária é possível obter uma resposta ao que se deve entender por patrimônio.

### **3.3.1. As Teorias Clássica e Moderna**

Utilizada originalmente pelo direito romano, a palavra *patrimonium* era identificada como a herança paterna, ou seja, como o conjunto de bens herdados quando do falecimento

do *pater familias*<sup>305</sup>. A evolução histórica revela que a ideia de patrimônio passou a ser empregada não só para fins de sucessão *causa mortis*.

De início, identifica-se na teoria clássica de Aubry e Rau a definição de patrimônio como emanção da personalidade<sup>306</sup>, isto é, o patrimônio somente haveria se existisse a pessoa.

O caráter subjetivista da teoria clássica identifica o patrimônio como um aspecto inerente à personalidade dos indivíduos, de forma que qualquer pessoa sempre terá, necessariamente, “a todo momento, desde que nasce até que morre, um património – o mesmo património”<sup>307</sup>.

O patrimônio de toda e qualquer pessoa é identificado por Aubry e Rau como uma universalidade de direito, um conjunto de bens abstrato, que independe dos elementos que o integram. Ao mencionar a reunião de bens, os autores diminuem a relevância de cada um dos componentes individualmente considerados, mas, ao mesmo tempo, demonstram que o patrimônio, por ser composto de bens de valor pecuniário, goza de expressão econômica.

Embora o foco dos autores possa parecer estar nos “bens” – em elementos do ativo – Aubry e Rau não excluía as dívidas da formação do patrimônio. Na verdade, eles expressamente reconheciam situações em que as dívidas podiam superar os bens, destacando que, mesmo nesta hipótese, o patrimônio continuaria a existir, somente havendo prevalência dos elementos passivos<sup>308</sup>.

Em síntese, pode-se dizer que a teoria clássica de Aubry e Rau atribui as seguintes características ao patrimônio: (i) pessoalidade: o patrimônio sempre pertencerá a alguém, (ii) constância: todo indivíduo, desde que nasce até sua morte, possui patrimônio, (iii) unicidade: cada pessoa tem somente um patrimônio, (iv) indivisibilidade: o patrimônio não pode ser dividido em partes materiais, tampouco em outras universalidades jurídicas, (v)

<sup>305</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 122.

<sup>306</sup> “L’idée du patrimoine se déduit directement de celle de la personnalité” (Tradução livre: A ideia de patrimônio se deduz diretamente da de personalidade). AUBRY, Charles; RAU, Greta. **Cours de Droit Civil Français d’après la méthode de Zacharie**. Paris: Marchal&Billard, 1917, p. 333.

<sup>307</sup> CUNHA, Paulo. **Do património**. Lisboa: Minerva, 1934, pp. 234-244.

<sup>308</sup> “La circonstance, toutefois, que le passif surpasserait l’actif ne ferait pas disparaître l’existence du patrimoine, qui comprend les dettes comme il comprend les biens” (Tradução livre: A circunstância, todavia, de o passivo superar o ativo não fará com que o patrimônio desapareça, o qual compreende tanto as dívidas quanto os bens). AUBRY, Charles; RAU, Greta. **Cours de Droit Civil Français d’après la méthode de Zacharie**. Paris: Marchal&Billard, 1917, p. 366.

inseparabilidade: ele não se separa da personalidade, sendo, portanto, inalienável e indisponível<sup>309</sup>.

Segundo Milena Donato Oliva, em estudo sobre o tema, diversos juristas ratificaram, ainda que com ressalvas, as conclusões de Aubry e Rau, sustentando inclusive que a disciplina do patrimônio poderia ser influenciada pelas características da personalidade. A autora destaca que adotaram os corolários da teoria clássica Marcel Planiol, Baudry-Lacantinerie, Alberto Wahl, Francesco Saverio Bianchi e Luiz da Cunha Gonçalves<sup>310</sup>.

Dentre os referidos autores, alguns colaboraram de forma mais aprofundada à conceituação do patrimônio, como Baudry-Lacantinerie e Alberto Wahl que identificavam o patrimônio como um conjunto de direitos e deveres valoráveis em dinheiro, sendo dele excluídos os denominados direitos da personalidade<sup>311</sup>.

Ainda segundo Milena Donato Oliva, houve autores que buscaram afastar-se da teoria clássica, mas que, tal como Aubry e Rau, não admitiam a existência de sujeitos sem patrimônio, “por constituir esta unidade abstrata que independe de componentes para existir”<sup>312</sup>.

Como se verifica, a teoria clássica e os autores que, ainda que em parte, compartilhavam de suas conclusões atribuíam mais importância à pessoa titular do patrimônio do que a ele próprio.

Por conta disso, a conceituação autônoma do patrimônio fica prejudicada à luz da teoria clássica, sendo inclusive esta uma das críticas a ela imputada. Com efeito, a doutrina posterior refuta a teoria clássica indicando que ela incorre no erro de não precisar e de confundir o patrimônio com a denominada capacidade patrimonial, isto é, com a aptidão de a pessoa ser sujeito de direitos e de obrigações patrimoniais<sup>313</sup>.

---

<sup>309</sup> CUNHA, Paulo. **Do patrimônio**. Lisboa: Minerva, 1934, pp. 234-244.

<sup>310</sup> OLIVA, Milena Donato. **Patrimônio Separado – herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, trust**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 43-57.

<sup>311</sup> “è un insieme di diritti e di oneri valutabili in denaro”. (Tradução livre: É um conjunto de direitos e ônus avaliáveis em dinheiro). BAUDRY-LACANTINERIE, Gabriel; WAHL, Alberto. **Trattato Teorico-Pratico di Diritto Civile: Dei Beni**. Milão: Dottor Francesco Vallardi, 1920, p. 2.

<sup>312</sup> OLIVA, Milena Donato. **Patrimônio Separado – herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, trust**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 43.

<sup>313</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, pp. 128-129.

A chamada teoria moderna opõe-se à de Aubry e Rau, fundamentalmente, por reconhecer patrimônios que se constituem não em atenção à pessoa, mas às finalidades que se destinam. A alteração do foco na identificação do patrimônio faz com que não só sua origem seja determinada de forma diferenciada, mas também seus elementos e sua conceituação.

Dentre os autores modernos, vale mencionar Francesco Ferrara, Henri de Page, Mazeaud e Mazeaud e Karl Larenz.

No âmbito do direito italiano, Francesco Ferrara identificou o patrimônio como um complexo de relações jurídicas apreciáveis em dinheiro e pertencentes a uma pessoa. Com base nisso, o autor sustentava que o patrimônio era composto por direitos reais ou de créditos, mas não pelo objeto de tais direitos, ou seja, a coisa ou a prestação. Decorria desta concepção a conclusão de que não seria possível falar em direito de propriedade sobre o patrimônio, como se este constituísse uma entidade distinta a de seus elementos<sup>314</sup>.

Ferrara também diferenciava a composição do patrimônio, na medida em que fosse caracterizado como universalidade de direito. Segundo o autor, tal qualificação seria verificada quando o legislador unificasse o núcleo patrimonial em atenção ao desenvolvimento de certa finalidade. Inexistindo essa orientação legislativa, o patrimônio representaria uma simples pluralidade de direitos pertencentes a um mesmo sujeito.

A caracterização do patrimônio como universalidade *iuris*, sob a teoria desenvolvida por Francesco Ferrara, tinha utilidade prática, uma vez que, somente nesta hipótese, o autor admitia a inclusão do passivo como elemento do patrimônio. De acordo com seu entendimento, não havendo o núcleo unificado e orientado a um escopo pelo legislador, o passivo seria um mero “gravame externo” do patrimônio<sup>315</sup>.

Henri de Page, por sua vez, desenvolveu o conceito de patrimônio a partir da sua função de garantia geral aos credores. Para ele, o patrimônio seria a reunião de elementos aptos a satisfazer as pretensões dos credores, de tal forma que bens impenhoráveis, por exemplo, não o integrariam. Por conta disso, o autor excluía as dívidas da composição do patrimônio. Concluía de Page que o patrimônio deveria ser entendido como o conjunto de bens penhoráveis de uma pessoa<sup>316</sup>.

---

<sup>314</sup> FERRARA, Francesco. *Trattato di Diritto Civile Italiano*. v. I. Roma: Athenaum, 1921, p. 865.

<sup>315</sup> FERRARA, Francesco. *Trattato di Diritto Civile Italiano*. v. I. Roma: Athenaum, 1921, p. 868.

<sup>316</sup> PAGE, Henri de. *Traité élémentaire de droit civil belge*. Bruxellas: E. Bruylant, 1939, pp. 550-551.

Mazeaud e Mazeaud, a seu turno, definiam o patrimônio como o conjunto de direitos e obrigações de uma pessoa, englobando os direitos pecuniários e aqueles inerentes à personalidade de seu titular. Os autores não atribuíam a coisa ou a prestação a ser adimplida ao patrimônio, mas o direito de propriedade e a obrigação<sup>317</sup>.

Com base nisso, Mazeaud e Mazeaud sustentavam que o patrimônio isola do mundo exterior, em alguma medida, os direitos a ele pertencentes, os quais formam um bloco, apresentam vida jurídica em comum e se sujeitam a regras que só aplicam em decorrência de sua reunião<sup>318</sup>. Fundamentando-se nas regras específicas decorrentes da configuração do patrimônio, os autores, em oposição à teoria clássica, consideravam-no transmissível e divisível, comprovando este entendimento, por exemplo, com a transferência do patrimônio decorrente da sucessão testamentária e com a possibilidade de parte do patrimônio de uma pessoa poder ser destinada a um terceiro.

Dentre os autores modernos, vale ainda mencionar Karl Larenz, para quem o patrimônio seria o conjunto de direitos – e não de obrigações – valoráveis em dinheiro relativos a uma determinada pessoa<sup>319</sup>.

Como se verifica, as conclusões dos integrantes da chamada teoria moderna revelam uma maior autonomia do patrimônio em relação à pessoa do seu titular, mas não reconhecem que possa haver patrimônio sem ser titularizado por um sujeito de direito.

Vale mencionar que outros autores, como Léon Duguit advogaram a configuração objetivista do patrimônio. Para ele, o patrimônio seria formado por coisas, riquezas e não direitos, e da mesma forma poderia existir sem um sujeito que lhe exercesse a titularidade<sup>320</sup>.

O exame das teorias clássica e moderna e da visão mais objetivista e realista acerca do patrimônio revela que ele pode ser enxergado como expressão da pessoa de seu titular,

---

<sup>317</sup> MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Jean. **Leçons de Droit Civil**. Paris: Montchrestien, 1955, p. 308.

<sup>318</sup> “Le contenant, qu’est le patrimoine, isole, en quelque sorte, du monde extérieur les droits qu’il contient; il les rassemble en un tout; ces droits forment ainsi un bloc, vivent une vie juridique commune, et sont soumis à des règles qui ne s’expliquent que par leur union, plus exactement par leur réunion”. (Tradução livre: O conteúdo, que é o patrimônio, isola, de toda forma, do mundo exterior os direitos que o integram; ele lhes parece em tudo; tais direitos formam, assim, um bloco, vivem uma vida jurídica comum, e são submetidos a regras que se explicam não por sua união, mais precisamente por sua reunião). MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Jean. **Leçons de Droit Civil**. Paris: Montchrestien, 1955, p. 308.

<sup>319</sup> LARENZ, Karl. **Derecho Civil. Parte General**. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, 1978, p. 405.

<sup>320</sup> “Dans ce qu’on appelle le patrimoine d’une personne, il n’y a pas, en réalité, autre chose que l’affectation socialement protégée d’une certaine quantité de richesses à un but déterminé. Cette affectation est protégée par l’ouverture des voies de droit établis par le droit objectif considéré” (Tradução livre: Naquilo que chamamos de patrimônio de uma pessoa não há mais, em realidade, a afetação socialmente protegida a uma certa quantidade de riqueza a um fim determinado. Essa afetação é protegida pela abertura de caminhos de direito estabelecidos pelo direito objetivamente considerado). DUGUIT, Léon. **Traité de Droit Constitutionnel**. Paris: Fontermoing, 1927, pp. 333-334.

como conjunto de bens e de objetos de direitos e obrigações, como centro autônomo que reúne diferentes relações jurídicas ou ainda como justaposição de ativos e passivos.

As diferenças que decorrem da qualificação do patrimônio são relevantes, uma vez que, por exemplo, se considerado como uma reunião de bens, os danos que se impõem ao patrimônio devem incidir de forma individualizada sobre cada um desses bens e não necessariamente ao patrimônio como um todo. Por outro lado, se reputado como um conjunto autônomo de relações jurídicas, a conduta de um administrador somente será passível de reparação civil se afetar as relações jurídicas que o integram ou o resultado das interações entre tais relações.

Assim, para que, à luz da disciplina da responsabilidade societária dos administradores de companhias abertas, se possa aplicar com mais precisão as normas que determinam a reparação dos danos, vale ainda examinar pronunciamentos mais recentes da doutrina.

### **3.3.2. Conceitos Apresentados pela Doutrina Contemporânea**

Visando a melhor esclarecer o conceito de patrimônio e, por consequência, o que pode ser objeto de reparação em decorrência da conduta irregular dos administradores de companhias abertas, bem como aquilo que constitui a linha divisória entre os danos causados à companhia e aos acionistas, passamos a examinar as definições apresentadas pela doutrina contemporânea.

Pontes Miranda, utilizando-se de uma metáfora sobre a sombra criada por um determinado objeto, indica que “à pessoa corresponde algo como sombra sobre os bens da vida, ainda que nada cubra essa sombra: é a sua esfera jurídica, como continente, na qual hão de alojar os bens e talvez ainda não se aloje nenhum bem, exceto o que é ligado à personalidade mesma e não entra na definição de patrimônio”. A esta sombra, diminuído o que não é patrimonial – como vida, saúde, liberdade – o autor identifica o patrimônio.

Além dessa abstração na definição de patrimônio, Pontes de Miranda apresenta elementos importantes para sua caracterização. Segundo o autor, como o patrimônio é um conjunto de efeitos jurídicos e não de seres do mundo fático, ele seria composto por direitos, pretensões, dívidas, obrigações, situações passivas de ações e exceções e não pelas coisas, seu uso, seu fruto, seu valor, pelo objeto dos direitos reais, nem as prestações, que o devedor,

obrigado, acionado ou excetuado tem de satisfazer<sup>321</sup>. A esse respeito, salienta que o patrimônio cresce ou diminui na medida em que se incrementam os direitos e as obrigações, sem que tais alterações modifiquem sua identidade<sup>322</sup>.

Diante disso, Pontes de Miranda repele a concepção de que o patrimônio poderia ser objeto de direito ou de pretensão executiva por parte dos credores de seu titular. Na verdade, o patrimônio, para os credores, seria tão somente aquilo que contém, isto é, os bens suscetíveis de penhora ou de outra modalidade de constrição<sup>323</sup>.

Como se verifica, Pontes de Miranda não se distancia de alguns entendimentos expressados pelos autores da teoria moderna, identificando no patrimônio um conjunto de relações jurídicas.

Ainda no direito brasileiro, Carvalho Santos conceituava o patrimônio a partir da presença de elementos ativos e passivos. No entanto, identificava duas espécies de definição: a econômica, que reconhece o patrimônio como sendo o ativo, subtraído o passivo, e a jurídica, para qual o patrimônio é a soma das relações jurídica entre o ativo e o passivo<sup>324</sup>. Esta distinção a respeito dos conceitos jurídico e econômico de patrimônio é também desenvolvida por José Luiz Bulhões Pedreira, como veremos a seguir.

No direito português, Galvão Teles<sup>325</sup> e Francisco Amaral reconhecem ser o patrimônio um conjunto de relações jurídicas e não simplesmente o complexo de bens. De acordo com Francisco Amaral, o patrimônio forma uma universalidade de direito apreciável pecuniariamente, a qual abrange tanto créditos (ativo) como débitos (passivo) de uma pessoa, “ou seja, a totalidade dos bens corpóreos ou incorpóreos atuais ou futuros, desde que dotados de expressão econômica”<sup>326</sup>.

Retornando ao direito brasileiro, Milena Donato Olivia, em estudo sobre o instituto do “patrimônio separado”, conceitua o patrimônio como universalidade de direito referente

---

<sup>321</sup> MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Parte Geral. Tomo V. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 446.

<sup>322</sup> MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Parte Geral. Tomo V. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 439.

<sup>323</sup> MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Parte Geral. Tomo V. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 447.

<sup>324</sup> SANTOS, João Manoel de Carvalho. **Código Civil Brasileiro Interpretado**. v. II. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991, p. 61.

<sup>325</sup> TELLES, Inocêncio Galvão. **Das Universalidades**. Lisboa: Minerva, 1940, pp. 13-14.

<sup>326</sup> AMARAL, Francisco. **Direito Civil: Introdução**. 5. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 339 *apud* MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral**. Tomo V. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 453.

ao conjunto de situações jurídicas subjetivas ativas pecuniariamente apreciáveis<sup>327</sup>. A autora elabora o seu entendimento a partir da premissa de que o conceito de patrimônio é determinado no âmbito da “teoria dos bens”, de modo que o olhar que sobre ele recai diz respeito à identificação dos elementos que podem ser utilizados para a satisfação das pretensões dos credores. Ou seja, a autora identifica o patrimônio a partir de elementos, como bens e direitos da pessoa, que com ela não se confundem, mas que são fontes para saldar as obrigações de seus credores.

Para a autora, o patrimônio não engloba bens futuros, o lado passivo e as chamadas situações jurídicas existenciais. Nesse sentido, Milena Donato Oliva esclarece:

por ser universalidade de direito, traduz bem incorpóreo autônomo em relação aos seus componentes, podendo figurar, em si mesmo, como objeto de direito. Todavia, depende de conteúdo para existir, de tal sorte que perece na absoluta ausência de situações jurídicas ativas, vez que se trata de noção quantitativa, não já qualitativa, para a qual se afigura imprescindível a presença de pelo menos um elemento<sup>328</sup>.

Como se verifica, a autora, embora reconheça a autonomia do patrimônio, restringe-o ao conceituá-lo como composto por ativos. Por conta disso, sustenta inclusive que a relação entre patrimônio e pessoas está fundamentada na aptidão de estas serem titulares de situações jurídicas ativas dotadas de valor econômico, razão pela qual conclui que as pessoas não terão patrimônio quando “não forem titulares de nenhuma situação subjetiva ativa valorável economicamente”.

Vale mencionar que a autora não diminui a importância do passivo para fins de responsabilidade patrimonial. Na verdade, em virtude da premissa de que o patrimônio é definido no âmbito da “teoria dos bens”, os elementos do passivo – como as dívidas contraídas pela pessoa – não integram o patrimônio, mas o gravam.

Se fosse possível demonstrar seu entendimento em um gráfico, ativos estariam inseridos em um círculo – identificado como o patrimônio – e as dívidas circundariam tal

---

<sup>327</sup> No âmbito do direito societário, discute-se a utilidade em se classificar o patrimônio como universalidade de direito: “A doutrina moderna considera sem fundamento lógico nem interesse prático o conceito de universalidade de direito como objeto de direitos define o patrimônio como conjunto de direitos patrimoniais e obrigações, reconhecendo que existem, além do patrimônio geral individual, patrimônios especiais (ou separados) e comuns”. FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 36.

<sup>328</sup> OLIVA, Milena Donato. **Patrimônio Separado – herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, trust**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 213.

círculo. Como resultado, as dívidas, que gravam o patrimônio, impactariam e diminuiriam o ativo.

Embora se concorde com o entendimento de que o patrimônio não constitui expressão da personalidade, levando em consideração os dispositivos do Código Civil anteriormente mencionados e a disciplina do direito societário, do ponto de vista da responsabilidade societária, não nos parece adequado considerar o patrimônio exclusivamente a partir de situações jurídicas ativas.

Nesse sentido, por exemplo, João Pedro Scalzilli, também em estudo específico sobre o patrimônio, indica que ele constitui a base econômica da qual se serve a sociedade para a exploração da empresa, conceituando-o como “complexo de relações jurídicas economicamente apreciáveis, tanto ativas quanto passivas, pertinentes a uma determinada pessoa”<sup>329</sup>.

### **3.3.3. Os Ensinamentos de Bulhões Pedreira: O Conceito Jurídico e Financeiro de Patrimônio**

Diante das diferentes abordagens acerca do conceito e do que compõe o patrimônio, entendemos que se deve privilegiar os ensinamentos que têm por norte a disciplina do direito societário, razão pela qual, neste momento, passa-se a analisar os estudos de José Luiz Bulhões Pedreira sobre do tema.

Em sua obra “Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia”, Bulhões Pedreira apresenta uma série de conceitos com os quais explica a estruturação e o desenvolvimento financeiro das companhias. Dentre eles está o do patrimônio.

O autor descreve o patrimônio a partir de dois conceitos: o jurídico e o financeiro. Segundo ele, o conceito jurídico de patrimônio foi desenvolvido pela doutrina jurídica para explicar as relações jurídicas, os direitos patrimoniais e as obrigações e, por conta disso, considera esses elementos exclusivamente com base em sua natureza jurídica. O conceito financeiro, por sua vez, é entendido por Bulhões Pedreira como aquele utilizado pelo direito positivo ao disciplinar a responsabilidade patrimonial, considerando, assim, direitos e obrigações a partir do valor financeiro de seus objetos<sup>330</sup>.

<sup>329</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Confusão Patrimonial no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 24 e 32.

<sup>330</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, pp. 122-123.

Tratando de forma mais detalhada o conceito jurídico de patrimônio, o autor identifica-o como o “conjunto de elementos de duas espécies – direitos patrimoniais e obrigações”, os quais, em sua visão, não se confundem com as relações jurídicas.

De fato, Bulhões Pedreira refuta os entendimentos doutrinários que enxergam o patrimônio como uma reunião de relações jurídicas. Segundo ele o patrimônio deveria ser definido com base nos direitos e obrigações, englobando tanto os de expressão positiva quanto negativa.

O autor explicava a escolha do conceito: (i) a unidade do patrimônio está fundamentada nas relações entre seus elementos e determinado sujeito de direito, sendo que elas têm por termo tanto direitos quanto obrigações; (ii) a norma legal sobre responsabilidade patrimonial cria outra espécie de relações entre direitos e obrigações da pessoa, e o reconhecimento da existência dessa relação também fundamenta a ideia de patrimônio como conjunto que compreende as duas espécies de elementos; (iii) o estudo das finanças das pessoas requer que o conceito de patrimônio represente o conjunto de direitos e obrigações, pois, se patrimônio fosse definido exclusivamente como conjunto de direitos, seria necessário “inventar” uma outra figura jurídica para englobar as obrigações; e (iv) “do ponto de vista do direito positivo brasileiro, esse é o conceito usado pela lei de sociedades por ações”<sup>331</sup>.

Com base em tais assertivas, Bulhões Pedreira confirma que o patrimônio é composto por direitos e obrigações, indicando, a partir daí, que pode ser dividido em dois subconjuntos: o ativo patrimonial, cujos elementos são os direitos, e o passivo patrimonial, que é integrado pelas obrigações.

Assumindo, então, que direitos e obrigações são os componentes do patrimônio, Bulhões Pedreira afasta-se da mencionada teoria clássica e confirma que o patrimônio não representa uma derivação da personalidade. Na verdade, para o autor, “a pessoa ‘tem’ patrimônio na medida em que é sujeito de direitos patrimoniais e obrigações”<sup>332</sup>. Ou seja, a pessoa, natural ou jurídica, somente será titular de patrimônio quando passar a ser titular de direitos patrimoniais ou de obrigações.

Tanto isso é verdade que o autor ressalta que a pessoa natural não nasce titular de patrimônio, ela normalmente passa a constituí-lo ao se envolver no processo produtivo e,

---

<sup>331</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, pp. 131-132.

<sup>332</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 134.

por consequência, ao se tornar titular de direitos e obrigações<sup>333</sup>. Da mesma forma, uma sociedade somente passa a ser titular de patrimônio quando seus acionistas integralizam as ações ou cotas que subscreveram em sua constituição<sup>334</sup>.

Vale mencionar que, na sociedade anônima, tendo em vista a necessidade a realização, como entrada em dinheiro, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas, poder-se-ia dizer que, em seu nascedouro, essa espécie de sociedade já é titular de patrimônio.

Este exemplo da sociedade anônima nos remete a uma outra característica do patrimônio destacada por Bulhões Pedreira: trata-se de um “processo dos fatos patrimoniais” relativos à pessoa. Aplicando-se essa característica ao exemplo anterior, o patrimônio da sociedade anônima não será sempre composto pelos 10% (dez por cento) originalmente integralizados em dinheiro, pois o patrimônio está sujeito a constantes modificações consistentes no “nascimento, modificação ou extinção de direitos patrimoniais e obrigações, ou em atribuição ou modificação do valor financeiro dos objetos desses direitos e obrigações”<sup>335</sup>.

Como se verifica, para Bulhões Pedreira o patrimônio, em sua definição jurídica, consiste em um conjunto de direitos e obrigações, que sofre mutações constantes ao longo do tempo, cuja titularidade é exercida por uma pessoa, natural ou jurídica.

O autor destaca, no entanto, que o patrimônio não pode ser objeto de direito, isto é, embora congregue direitos e obrigações, o patrimônio não goza de autonomia face seus elementos. Assim, para Bulhões Pedreira “o titular do patrimônio não tem sobre ele direito

---

<sup>333</sup> “a razão pela qual consideramos que determinado patrimônio ‘é de’ certa pessoa é o fato de essa pessoa ser sujeito dos direitos e obrigações que são os elementos do patrimônio. E a pessoa é dita ‘titular do patrimônio’ porque é o sujeito de todos os direitos e obrigações que o compõem: quem tem ‘título’ a cada um dos elementos de um conjunto pode ser dito ‘titular’ do conjunto”. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 136.

<sup>334</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 134.

<sup>335</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 121. Reconhecendo a mutabilidade constante do patrimônio, que, na sociedade anônima, é composto inicialmente pelo capital social integralizado, Luiz Gastão Paes de Barros Leães destaca, “tão logo se inicia a vida social, esses recursos próprios iniciais sofrem flutuações, aumentativas e diminutivas, distanciando-se da cifra originalmente fixada. As alterações não são ocasionais, mas, sim, diárias, variando o patrimônio tanto na sua importância quanto na sua composição”. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do Direito do Acionista ao Dividendo**. São Paulo: Obelisco, 1969, p. 78.

de propriedade que se superponha, ou acresça, à titularidade de cada um dos direitos patrimoniais”<sup>336</sup>, sendo impossível vendê-lo ou transmiti-lo como se fosse uma coisa.

A esse respeito, vale mencionar um exemplo trazido pelo autor que se refere ao disposto no artigo 1.390 do Código Civil. Embora tal dispositivo indique que o usufruto possa recair sobre o patrimônio inteiro, Bulhões Pedreira, ao examinar o dispositivo de teor semelhante previsto no Código Civil de 1916, esclarece que a norma ali contida refere-se ao patrimônio como um delimitador dos bens objeto dos direitos patrimoniais sobre os quais são constituídos o usufruto e não como um objeto de direito distinto.

Essa característica apontada por Bulhões Pedreira nos indica que, na hipótese indenização devida pelos administradores de companhias abertas nos termos dos artigos 158 e 159 da Lei das S.A., os danos devem afetar não o patrimônio como um objeto autônomo de direito, mas sim os elementos que o integram. Isso quer dizer que a conduta do administrador provocará danos quando atingir negativamente o ativo ou o passivo do patrimônio da Companhia e/ou de seus acionistas.

Apresentados os traços distintivos do conceito jurídico do patrimônio, o autor expõe seu entendimento sobre o conceito financeiro, o qual tem como pressuposto o conceito jurídico, mas com ele não se confunde, já que não representa todo o sistema pessoal de direitos patrimoniais e obrigações, mas apenas a parte que se refere à capacidade financeira da pessoa<sup>337</sup>.

Nesse sentido, Bulhões Pedreira indica que o conceito financeiro de patrimônio diz respeito ao valor financeiro dos objetos que integram os direitos e obrigações, os quais, por sua vez, compõem o patrimônio. O valor financeiro é definido pelo autor como a:

significação do elemento patrimonial em termos de moeda: (a) valor (positivo) do bem é a quantidade de moeda pela qual pode ser substituído ou dos rendimentos que provavelmente gerará no futuro, e (b) valor (negativo) da obrigação é a quantidade de moeda que o devedor deverá perder para solvê-la<sup>338</sup>.

Assim, o conceito financeiro de patrimônio diz respeito à quantidade de moeda em que os objetos dos direitos e obrigações integrantes do patrimônio podem ser convertidos.

---

<sup>336</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, pp. 135-136.

<sup>337</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, pp. 154-155.

<sup>338</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 98.

Em vista disso, o conceito financeiro identifica como ativo aqueles objetos dos direitos que tenham “quantidade de valor financeiro”, e como passivo os objetos das obrigações que exigirão sacrifício financeiro para serem satisfeitos.

Para que se chegue à definição do valor financeiro dos objetos de direitos e obrigações e, por consequência, do ativo e do passivo que compõem o patrimônio, Bulhões Pedreira indica ser necessário que se proceda ao “inventário, análise e classificação dos direitos patrimoniais e das obrigações”, bem como à “(a) avaliação dos respectivos objetos e (b) soma dos valores desses objetos”<sup>339</sup>. Nesse sentido, o autor sintetiza<sup>340</sup>:

A avaliação é etapa fundamental no conhecimento do patrimônio financeiro: somente são reconhecidos como elementos do patrimônio os objetos de direitos e obrigações que representem quantidades distintas de valor financeiro (positivo ou negativo), e a significação de cada elemento patrimonial é função do seu valor financeiro. Essa avaliação reduz todos os elementos patrimoniais ao denominador comum do seu valor; e a soma dos valores desses elementos permite conhecer o valor total do ativo e passivo patrimonial.

Como se verifica, a avaliação constitui o processo essencial para a definição dos elementos integrantes do ativo e do passivo do patrimônio e para a fixação de seu conceito financeiro. Aliás, como colocado pelo autor, esse processo valorativo dos objetos dos direitos e das obrigações é justamente o que leva à conclusão sobre as diferenças dos conceitos jurídico e financeiro do patrimônio: “o patrimônio jurídico somente pode ser objeto de conhecimento qualitativo, enquanto que o conhecimento do patrimônio financeiro é quantificado”<sup>341</sup>.

A relevância da conceituação financeira do patrimônio diz respeito à delimitação daquilo que pode ser objeto de danos. Com efeito, a definição dos elementos patrimoniais em termos de quantidade de valor financeiro e a soma dessas quantidades levam à identificação do patrimônio como estoque de valor financeiro positivo – existente nos bens do ativo patrimonial – ou negativo – presente no objeto do passivo patrimonial<sup>342</sup>.

---

<sup>339</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 157.

<sup>340</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 157.

<sup>341</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 155.

<sup>342</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 155.

Com base nisso, o autor identifica como patrimônio bruto o resultado da soma de todas as quantidades de valor financeiro dos bens que existem no patrimônio em um certo momento, isto é, “a medida do estoque de valor financeiro sobre o qual o titular do patrimônio exerce poder”<sup>343</sup>.

Ou seja, *a priori*, o patrimônio bruto representa tudo aquilo que, financeiramente, seu titular poderia converter em moeda e dele se valer para, por exemplo, desempenhar atividades econômicas. No entanto, a realidade revela que grande parte dos titulares de patrimônio não detém somente objetos de direitos patrimoniais, mas elementos de obrigações que assumem.

Diante dessa constatação, Bulhões Pedreira deduz o conceito de patrimônio líquido, o qual consiste no resultado da operação de redução do patrimônio bruto do valor negativo das prestações das obrigações. Assim, nas palavras do autor, patrimônio líquido é “a medida da parte do estoque de valor financeiro existente no patrimônio que é de propriedade de seu titular”<sup>344</sup>.

Veja-se que esta ideia é relevante, uma vez que o patrimônio líquido indica tudo aquilo que o titular do patrimônio pode livremente dispor. Ou seja, a análise do patrimônio de uma companhia aberta, titular de diversos direitos e obrigações, revela que o que ela efetivamente poderia considerar como disponível seria o patrimônio líquido<sup>345</sup>.

### 3.3.4. A Eleição do Conceito Financeiro de Patrimônio

A partir destas constatações, questiona-se: os danos impostos ao patrimônio, em especial ao de uma companhia aberta, decorrentes da conduta irregular de seus administradores, diriam respeito somente a diminuições do patrimônio líquido, tendo em vista seu atributo de livre disposição?

---

<sup>343</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 157.

<sup>344</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 157.

<sup>345</sup> “O capital (bens e direitos) aplicado no ativo da companhia origina-se ou de obrigações para com terceiros ou de recursos próprios. Todos os bens e direitos que se acham aplicados no ativo da companhia integram seu patrimônio e a ela pertencem, mas parte desse capital se encontra apenas transitoriamente no patrimônio e deverá no futuro ser utilizado para o pagamento das obrigações (passivo exigível). Somente a diferença entre o valor do ativo e o das obrigações – o patrimônio líquido – constitui a parcela do capital aplicado no ativo a qual o titular do patrimônio pode usar, fruir e dispor livremente, sem estar limitado pela obrigação de pagamento do passivo exigível.” ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **Financiamento da Companhia e Estrutura de Capital**. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças Corporativas – Aspectos Jurídicos e Estratégico**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 234.

A resposta a esse questionamento pressupõe a análise do conceito de patrimônio financeiro desenvolvida por Bulhões Pedreira. Antes disso, no entanto, vale fazer uma ressalva: a questão não diz respeito ao conceito de patrimônio líquido em termos contábeis.

Esse alerta é relevante, uma vez que, conforme dispõem os artigos 178 e 182 da Lei n. 6.404/1976, o patrimônio líquido constitui uma conta das demonstrações contábeis das companhias registrada em seu passivo e que engloba, em essência, as subcontas (i) capital social; (ii) reservas de capital; (iii) ajustes de avaliação patrimonial; (iv) reservas de lucros; e (v) ações em tesouraria.

O patrimônio líquido para fins contábeis não coincide com a ideia de direitos e obrigações proposta pelo conceito jurídico de patrimônio, tampouco com o valor em moeda dos objetos de direitos e obrigações conforme fixado no conceito financeiro de patrimônio. Por exemplo, as regras contábeis impedem o registro de determinados bens no ativo – como os intangíveis não adquiridos – e de algumas obrigações no passivo por impossibilidade de sua mensuração objetiva<sup>346</sup>. Consequentemente, direitos e obrigações que são considerados no conceito jurídico ou financeiro de patrimônio não são reconhecidos pela contabilidade e, portanto, não poderiam ser objeto de danos.

A esse respeito, vale ressaltar o entendimento de Bulhões Pedreira que confirma a impossibilidade de, para fins de responsabilidade patrimonial, levar em consideração a ideia de patrimônio líquido contábil<sup>347</sup>:

A dificuldade que o advogado em geral encontra para compreender os conceitos fundamentais da Contabilidade resulta – basicamente – dessa noção de patrimônio, que é irredutível tanto ao conceito jurídico de patrimônio quanto ao conceito financeiro usado no regime legal da responsabilidade patrimonial: (a) o patrimônio é concebido na Contabilidade como conjunto de elementos heterogêneos – objetos materiais e imateriais, direitos, obrigações e valores – representados por conceitos de diferentes planos da realidade física, biológica, social e cultural; (b) apesar de abranger direitos, obrigações e seus objetos, que são noções jurídicas indissociáveis da noção de pessoa, ou sujeito de direito, a ideia de patrimônio contábil é deliberadamente formada com abstração a qualquer sujeito de direito; e (c) as fronteiras e o conteúdo de cada patrimônio contábil são estabelecidos por referência a unidades da organização social representadas por conceitos da Sociologia e da Economia (unidade de produção, organização produtiva, empresa ou azienda).

<sup>346</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. III., 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 367-379.

<sup>347</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 549.

Como se verifica, a finalidade do registro do patrimônio líquido pela contabilidade é distinta daquela, por exemplo, que se alcança ao conceituá-lo com base numa visão financeira. Diante disso, no âmbito da responsabilidade patrimonial, não se recorre ao conceito contábil de patrimônio líquido, adotando-se, por outro lado, a definição financeira de patrimônio.

Retornando, assim, à resposta ao questionamento acima formulado, embora o patrimônio líquido, considerado sob o ponto de vista de seu conceito financeiro, indique aquilo que efetivamente o seu titular teria à sua disposição para utilizar, os danos podem atingir não somente esta parte disponível.

Na verdade, deve-se levar em consideração que, no conceito financeiro, o patrimônio não é definido a partir dos direitos e obrigações, mas sim com base na quantidade de moeda em que podem ser convertidos os objetos de tais direitos e obrigações.

Diante disso, eventual dano poderá resultar tanto na redução quantitativa do valor financeiro dos objetos dos direitos, como no aumento do montante de moeda necessário à quitação de dívidas.

Dessa forma, parece-nos adequado, para fins da teoria da responsabilidade dos administradores de companhias abertas, considerar que os danos eventualmente por eles causados que são passíveis de reparação são os que, na forma dos artigos 158 e 159 da Lei das S.A., afetam o valor financeiro dos objetos dos direitos e obrigações integrantes do patrimônio.

### **3.3.5. Confirmação do Conceito: A Confusão Patrimonial**

Como visto até o momento, a Lei das S.A. elegeu o patrimônio para determinar a responsabilidade dos administradores por danos causados à companhia e a seus acionistas. Diversas foram as teorias que procuraram defini-lo e explicá-lo, mas o conceito que entendemos melhor se adequar ao propósito indenizatório e à diferenciação dos danos causados à sociedade e a seus acionistas é o estruturado por José Luiz Bulhões Pedreira que o segrega em conceito jurídico e conceito financeiro de patrimônio.

Na medida em que se estuda os danos economicamente apreciáveis que podem ser causados aos patrimônios da companhia e de seus acionistas, pela atuação dos administradores de companhias abertas, faz sentido que sejam examinados sob a perspectiva

dos montantes financeiros que representem os direitos e as obrigações pertencentes ao patrimônio de cada um deles.

Com base neste conceito “positivo” de patrimônio financeiro, tanto a companhia como os acionistas são titulares de autônomas e distintas quantidades de moeda em que se pode converter os elementos dos direitos e obrigações que compõem os respectivos patrimônios.

No entanto, qual seria a linha divisória que estabelece que o montante “x” de moeda em que se converte o ativo do patrimônio social é realmente da sociedade e não dos acionistas? Haveria hipótese de confusão ou de sobreposição entre patrimônio financeiro da companhia e dos acionistas?

Ao longo dos anos, doutrina e jurisprudência verificaram situações nas quais indivíduos constituíam pessoas jurídicas, ou estas passaram a deter participação acionária em outras, abusando da autonomia patrimonial das entidades constituídas.<sup>348</sup>

Algumas destas hipóteses representaram situações de confusão patrimonial entre a sociedade e seus acionistas, em que se buscou no ativo, entendido originalmente como integrante do patrimônio do acionista, a satisfação de uma obrigação que compunha o passivo da sociedade.

Diante disso, é importante examinar as situações em que se entende haver confusão patrimonial para que, por uma análise “às avessas” seja confirmado o que é patrimônio autônomo e contribua-se para a fixação da linha divisória entre patrimônio da sociedade e do acionista.

#### *3.3.5.1. A Desconsideração de Personalidade Jurídica*

Como mencionado, um dos efeitos da existência da pessoa jurídica é a constituição de um patrimônio autônomo, o qual responde prioritariamente pelas dívidas contraídas pela entidade. No âmbito das companhias, salvo pela obrigação de integralizar o valor das ações subscritas, seus acionistas não respondem pelas obrigações ou pela solvência da sociedade.

---

<sup>348</sup> “As técnicas de disregard ou de Durchgriff são o mais agudo sintoma de crise de função. Elas denunciam a existência de um desvio do instituto – da função que lhe foi assinalada pelo legislador. E, ao mesmo tempo, visam evitar – principalmente ao servirem de inspiração à interpretação de algumas normas legais específicas – o surgimento concreto de novos casos de desvio”. OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **A Dupla Crise da Pessoa Jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979, p. 608.

Contudo, inspirado na doutrina da *disregard of legal entity*, o direito brasileiro admite, em determinadas hipóteses, o afastamento temporário e específico da personalidade jurídica para que o patrimônio dos sócios possa ser utilizado para fins de responsabilidade, como se a sociedade não existisse<sup>349</sup>.

A teoria da desconsideração da personalidade jurídica representa uma suspensão momentânea da regra hoje contida no *caput* do artigo 49-A do Código Civil, que reconhece que a pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores<sup>350</sup>. Sua aplicação, contudo, ocorre de forma diferenciada dependendo do ramo do direito em relação ao qual a sociedade tenha atuado e se pretenda responsabilizá-la. Por exemplo, para fins do direito do trabalho, da responsabilidade tributária e de relações empresariais, a desconsideração da personalidade jurídica é aplicada com base em requisitos distintos.

Como o interesse da Tese é estudar a responsabilidade de administradores por danos causados ao patrimônio da companhia e de seus acionistas, faz sentido analisar a aplicação da teoria de desconsideração da personalidade jurídica com base na disciplina do direito privado, em especial, do direito civil e direito societário.

De início, vale mencionar que, no âmbito privado, em respeito aos princípios da livre iniciativa e da liberdade econômica, a desconsideração da personalidade jurídica – tal como ocorre em outros países<sup>351</sup> – é aplicada de forma excepcional<sup>352</sup>.

A esse respeito, o Superior Tribunal de Justiça, reiteradamente, aplica de forma restritiva a teoria de desconsideração da personalidade jurídica, reconhecendo, por exemplo, que, no âmbito das relações privadas – civis ou comerciais – a mera ausência de bens

---

<sup>349</sup> REQUIÃO, Rubens. Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica (*disregard doctrine*). In: **Enciclopédia Saraiva do Direito**. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 403.

<sup>350</sup> Vale mencionar que a desconsideração da personalidade jurídica tem, em algumas situações, sido utilizada inversamente para que o patrimônio da companhia possa ser usado para satisfação de obrigações pessoais do acionista.

<sup>351</sup> “The corporate fiction is a basic assumption that underlies commercial transactions and there must be compelling reasons for a court to ignore that assumption”. (Tradução livre: A ficção societária é uma premissa básica que fundamenta as operações comerciais, devendo haver razões convincentes para que os tribunais a ignorem). HAMILTON, Robert W. **The Law of Corporations**. 5. ed. Saint Paul: West Group, 2000, p. 134

<sup>352</sup> “Quando a estrutura formal da pessoa jurídica é utilizada como escudo protetor do comportamento abusivo ou irregular de seus integrantes, fazendo-a desviar-se das finalidades de sua constituição e operar uma confusão patrimonial entre a entidade coletiva e os seus membros, o órgão julgante está autorizado, com a prova material do dano, a desconsiderar, **episodicamente**, a pessoa jurídica para alcançar o patrimônio dos seus integrantes e sancioná-los.” (grifo nosso) LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Desconsideração da personalidade e sucessão patrimonial. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. ano 10, nº 38, out./dez., 2007, p. 208.

penhoráveis da pessoa jurídica ou sua dissolução não são suficientes para que o patrimônio dos sócios venha a ser afetado pelas dívidas da sociedade<sup>353</sup>.

O caráter excepcional da teoria da desconsideração da personalidade jurídica foi também reconhecido pelo legislador no artigo 50 do Código Civil, cuja redação original conferiu ao juiz, na hipótese de desvio de finalidade ou de confusão patrimonial, a possibilidade de estender os efeitos de **certas e determinadas** relações de obrigações aos bens particulares dos administradores ou sócios.

O referido dispositivo foi, todavia, alterado com a edição da Medida Provisória nº 881/2013, convertida na Lei nº 13.874/2019, cujos objetivos teriam sido tornar mais claros os pressupostos da aplicação da desconsideração da personalidade e reforçar a sua excepcionalidade<sup>354</sup>.

A esse respeito, o *caput* do artigo 50 do Código Civil estabelece que, em hipótese de abuso da personalidade jurídica, assim caracterizada “pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial”, o juiz poderá desconsiderá-la para que os bens dos sócios ou dos administradores beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso possam ser utilizados para satisfazer a pretensão indenizatória.

<sup>353</sup> “Esta Corte Superior firmou posicionamento no sentido de que, nas relações civis-comerciais, aplica-se a Teoria Maior da desconsideração da personalidade jurídica segundo a qual é necessária a comprovação do abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, não sendo suficiente para tanto a ausência de bens penhoráveis ou a dissolução da sociedade.” BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. AgInt no AREsp nº 1254372-MA, da 4ª Turma. Agravante: Wagner Delgado Tidon. Agravado: Tamara Imóveis Ltda – ME. Relator: Ministro Marco Buzzi. Brasília, 25 de setembro de 2018.

<sup>354</sup> BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 83/2019, de 30 de abril de 2019, assinada por Marcelo Pacheco dos Guarany, Sergio Fernando Moro e Renato de Lima França. Diário do Congresso Nacional, Brasília, DF, Seção 1, 03 de maio de 2019. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaodemotivos-157846-pe.html>. Acesso em: 21.12.2019. De acordo com a Exposição de Motivos nº 83/2019, referente à Medida Provisória n. 881/2013, as regras inseridas no 50 do Código Civil tiveram por objetivo conferir maior segurança à aplicação “dos requisitos de desconsideração da personalidade jurídica”, tendo decorrido de “amplo estudo da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, e em alinhamento com pareceres da Receita Federal, (...) de maneira a garantir que aqueles empreendedores que não possuem condições muitas vezes de litigar até as instâncias superiores possam também estar protegidos contra decisões que não reflitam o mais consolidado entendimento”. Embora a intenção do legislador derivado tenha sido melhor delimitar a aplicação da desconsideração da personalidade jurídica, confirmando seu caráter excepcional, há autores que, ao comentar a nova previsão que somente autoriza o levantamento do “véu” da personalidade jurídica para afetar bens dos administradores ou sócios direta ou indiretamente beneficiados pelo abuso, indicam ter sido excessiva essa limitação: “Todavia, a expressão ‘direta ou indiretamente beneficiados’ deve ser interpretada de modo ampliativo: administradores e sócios que participam da administração da pessoa jurídica têm, também eles, o dever de evitar o abuso da personalidade jurídica e, nesse contexto, ainda que não tenham sido diretamente beneficiados pelo abuso, podem ser chamados a responder como beneficiários indiretos, especialmente nos casos em que os sócios e administradores diretamente beneficiados não tenham patrimônio suficiente”. SCHREIBER, Anderson. **Alterações da MP 881 ao Código Civil - Parte I**. Jornal Carta Forense, 05 de maio de 2019. Disponível em: <http://www.cartaforense.com.br/conteudo/colunas/alteracoes-da-mp-881-ao-codigo-civil---parte-i/18342>. Acesso em: 21.12.2019.

Complementando o *caput*, o § 2º do artigo 50 do Código Civil, indica o que deve ser considerado como confusão patrimonial, apta a ensejar a desconsideração da personalidade: (i) o cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador ou vice-versa; (ii) a transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e (iii) outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial.

Embora passível de críticas, já que a última previsão – “atos de descumprimento de autonomia patrimonial” – em nada atende ao objetivo do legislador derivado de afastar dúvidas e melhor delimitar a aplicação da desconsideração da personalidade jurídica<sup>355</sup>, o artigo 50, em seus incisos I e II, confirma o conceito de patrimônio que até agora sustentamos ser aquele que melhor se adequa à responsabilidade patrimonial.

Com efeito, de acordo com § 2º do artigo 50 do Código Civil, a linha divisória entre os patrimônios da sociedade e de seus sócios deixaria de existir se obrigações integrantes do passivo patrimonial do sócio venham a constantemente ser desempenhadas pela sociedade, como se suas fossem, ou ainda se houver transferências dos direitos e das obrigações de um para outro, sem a contraprestação devida.

A parte final do inciso II do § 2º do artigo 50 do Código Civil revela justamente a possibilidade de confusão de dois patrimônios quando há transferência dos objetos dos ativos ou dos passivos para um deles, sem que, no outro, seja atribuído um acréscimo em **moeda** ou seja registrado um valor dispendido pela transferência patrimonial.

Em decorrência de ambas as situações, poderá haver incremento no valor em que são expressos os direitos integrantes do ativo da companhia, em virtude de ali terem sido alocados direitos que, por exemplo, pertenciam efetivamente ao acionista, ou também um aumento da quantidade de moeda que a companhia teria que dispende para saldar dívidas que, na verdade, seriam do acionista.

Como se verifica, ao identificar a confusão patrimonial, o legislador adota a orientação de que o patrimônio, do ponto de vista jurídico, constitui em um conjunto de direitos e obrigações, estruturado em ativo e passivo. Ademais, reconhece que, em

---

<sup>355</sup> “Já no § 2º do art. 50, ao tentar limitar (desnecessariamente) os comportamentos capazes de caracterizar confusão patrimonial, enumeram-se nos dois primeiros incisos duas situações fáticas, acrescentando-se, no inciso III – ‘outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial’. Vale dizer, todo e qualquer ato deverá ser valorado, caso a caso, pelo Judiciário, tornando-se inócuo o dispositivo”. TEPEDINO, Gustavo. **Direitos da liberdade econômica e o Direito Civil**. Coluna da Ordem de Advogados do Brasil. 19 de agosto de 2019. Disponível em: <https://www.oabRJ.org.br/colonistas/gustavo-tepedino/direitos-liberdade-economica-direito-civil>. Acesso em: 21.12.2019.

consonância com o conceito financeiro de patrimônio, havendo sobreposição dos valores financeiros expressados pelos direitos ou obrigações dos patrimônios da companhia e dos acionistas, a desconsideração da personalidade jurídica poderá ser determinada.

Por consequência, reconhece-se a responsabilidade patrimonial do acionista quando a companhia assumiu obrigações ou contraiu dívidas que eram, na verdade, do próprio acionista.

A jurisprudência é farta de situações em que foi reconhecida a confusão patrimonial. Cita-se a título de exemplo: (i) o sócio que adquire bens para uso próprio em nome da sociedade<sup>356</sup>, (ii) sociedade que transfere gratuitamente o uso e gozo do único imóvel disponível a outra pessoa jurídica, formada pelos mesmos sócios e cuja sede social era no mesmo endereço<sup>357</sup>, (iii) pagamento de contas pessoais dos sócios com recursos da sociedade<sup>358</sup>; (iv) utilização pelos sócios, pessoas naturais ou jurídicas, de empregados da companhia para a prestação de serviços que visem a beneficiar eles próprios<sup>359</sup>.

O exame dos precedentes judiciais revela que o rompimento da linha divisória dos patrimônios da companhia e de seus sócios está, em muitos casos, relacionado a sociedades marcadas pela pessoalidade dos sócios na condução das atividades. Isto tornaria o exame da confusão patrimonial e, por consequência, do patrimônio inútil para fins da responsabilidade dos administradores de companhias abertas?

Em tipos societários em que o dia-a-dia dos negócios é conduzido diretamente pelo sócio gestor, ou naqueles em que o capital social está concentrado nas mãos de poucos sócios, ou ainda nos quais as interações entre os ativos e os passivos da sociedade e dos sócios são poucos complexas – por exemplo, o imóvel no qual a sociedade desenvolve sua única atividade é de titularidade de acionista titular de 90% (noventa por cento) de seu capital social – a sobreposição dos direitos e obrigações que integram a esfera patrimonial da sociedade e dos sócios tende a ser mais facilmente identificada e, por consequência, há maior

---

<sup>356</sup> XAVIER, José Tadeu Neves. A Teoria da Desconsideração da Pessoa Jurídica no Novo Código Civil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 145, out./dez., 2002.

<sup>357</sup> XAVIER, José Tadeu Neves. A Teoria da Desconsideração da Pessoa Jurídica no Novo Código Civil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 143, out./dez., 2002.

<sup>358</sup> FORNACIARI JÚNIOR, Clito. Desconsideração da Personalidade Jurídica na Falência e Recuperação Judicial. *In*: KUYEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 478.

<sup>359</sup> FORNACIARI JÚNIOR, Clito. Desconsideração da Personalidade Jurídica na Falência e Recuperação Judicial. *In*: **Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. KUYEN, Luiz Fernando Martins (coord.). São Paulo: Saraiva, 2012, p. 478.

campo para a incidência da desconsideração da personalidade jurídica diante da prática de atos abusivos.

Por outro lado, nas companhias abertas com capital disperso e naquelas em que, mesmo com controlador definido, desenvolve-se atividades de grande porte, com estruturas complexas de gestão e de operação, a interseção entre o patrimônio da companhia e do acionista capaz de ensejar a desconsideração da personalidade jurídica não é verificada de forma tão corriqueira. Na verdade, a confusão patrimonial em tais companhias para fins da desconsideração da personalidade jurídica acaba ocorrendo em hipóteses remotas.

Isto, no entanto, não quer dizer que os patrimônios dos acionistas e da companhia não se sobreponham e não haja dúvidas quanto aos limites economicamente apreciáveis dos objetos do ativo e do passivo da companhia e de seus acionistas. Na verdade, a interseção entre eles é mais restrita, sendo identificada em um dos objetos das obrigações da companhia e em um dos objetos dos direitos dos acionistas: a ação.

É, por exemplo, por meio da ação que se verifica a necessidade de a companhia dispender recursos financeiros para distribuir lucros a seus acionistas. Por outro lado, a titularidade da ação autoriza os acionistas a exigir o respeito de seus direitos ao recebimento de dividendos e a impedir que a companhia reinvesta, em seus negócios, todo o resultado produzido<sup>360</sup>.

Assim, a ação constitui o elemento de interseção entre o patrimônio autônomo da companhia e de seus acionistas, a partir do qual é possível que a conduta do administrador da companhia aberta gere danos a um, a outro ou a ambos.

### 3.4. A SOBREPOSIÇÃO ENTRE O PATRIMÔNIO DA COMPANHIA E DO ACIONISTA: A AÇÃO

Imagine-se hipótese em que uma unidade de produção relevante de companhia aberta brasileira tem suas atividades repentinamente encerradas em virtude do descumprimento de normas locais de higiene. Cogite-se de situação em que o diretor de operações de uma companhia aberta do setor de siderurgia autoriza o funcionamento de um alto forno ciente de que suas instalações não estavam de acordo com as normas técnicas de

---

<sup>360</sup> Vale mencionar que a Lei das S.A. prevê situações excepcionais em que a companhia pode reinvestir o lucro ou não distribuir dividendos.

segurança e, em virtude da operação, ocorre uma explosão, funcionários falecem e a produção é interrompida.

Pense-se ainda na hipótese de uma “start up”, cujo objeto social seja a constituição de sistemas virtuais de logística integrada, que tenha realizado recente colocação inicial de ações no mercado de bolsa brasileiro cujo diretor presidente é acusado perante o Poder Judiciário de praticar crimes relacionados a “hacks” de informações para o desenvolvimento dos referidos sistemas.

Nestas e em uma infinidade de situações envolvendo os negócios das companhias abertas, os atos praticados pelos administradores podem gerar danos a ela e a seus acionistas. Em situações como as acima referidas, é possível que, após o conhecimento do fechamento da unidade de produção, da explosão do alto forno ou da denúncia da prática de “hack”, o valor de negociação em bolsa das ações de emissão da companhia sofra oscilação. É ainda possível que a companhia apure o resultado negativo no exercício social. Ou ainda, que os acionistas deixem de receber dividendos em decorrência das perdas sofridas no exercício.

Esses exemplos ilustram a sobreposição entre o patrimônio da companhia e o dos acionistas que decorre justamente da titularidade das ações. Embora integre ambos os patrimônios, a ação tem representações e significados distintos para a companhia e para os acionistas.

### 3.4.1. Os Significados de Ação

A ação não é um instituto jurídico de compreensão simples. Aliás, tradicionalmente, é identificada como um bem de segundo grau que depende de outros para sua constituição, ou seja, os direitos políticos e econômicos que são atribuídos aos acionistas dependem e estão relacionados a outros direitos integrantes do patrimônio social.

Costuma-se identificar a expressão “ação de sociedade” com base em três significados: (i) a fração em que se divide o capital social; (ii) o conjunto de direitos e obrigações que decorre da posição de acionista, e (iii) o instrumento que legitima a condição de acionista ou o comprovante do lançamento a crédito do acionista das suas ações pela instituição financeira encarregada de sua escrituração<sup>361</sup>.

---

<sup>361</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. I., 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 137-138. BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991, p. 121. FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 312-314.

Essas distintas apreensões do significado da ação decorrem das diferentes funções que ela desempenha no patrimônio da companhia e de seus acionistas.

Em primeiro lugar, o artigo 11 da Lei nº 6.404/1976, ao estabelecer que o estatuto social fixará o número de ações em que se divide o capital social, revela que a ação representa uma parte ou unidade do capital social, traduzindo a contribuição do acionista à formação deste, quer em dinheiro, quer em bens<sup>362</sup>.

Trata-se, de fato, da representação unitária do valor do capital social. Mas ação não se limita a isso.

Na verdade, compreendê-la como uma mera divisão da cifra constante do capital social seria desconsiderar uma realidade fática: há inúmeros direitos e obrigações que podem ser exercidos ou serem impostos à companhia e aos acionistas, em decorrência, respectivamente, de sua emissão e de sua titularidade.

A legislação reconhece essa realidade. O artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 listava, em sua redação original, alguns títulos como espécies de valores mobiliários, dentre os quais, em seu inciso I, as ações. Com as modificações implementadas pela Lei 10.303/2001, foi incluída cláusula geral no artigo 2º, segundo a qual são considerados valores mobiliários,

quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

O referido dispositivo revela que buscou-se refletir, numa norma genérica, as características existentes nos títulos listados nos incisos I a VIII do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 e que poderão ser adotadas por outros títulos, independentemente de sua designação.

Diante disso, se a ação é um valor mobiliário e qualquer título que confira direito de participação, de parceria ou de remuneração é considerado valor mobiliário, é provável que a ação, no mínimo, tenha uma dessas características, isto é, assegure ou direito de participação, ou de parceria ou de remuneração a seu titular.

O exame de sua classificação como espécie de valor mobiliário e das características gerais destes títulos permite-nos analisar as ações (i) como expressão de direitos e obrigações

---

<sup>362</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. v. I. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 169-170.

integrantes do patrimônio do acionista e (ii) como uma posição jurídica que autoriza o acionista a exigir a repartição dos resultados financeiros positivos produzidos pela companhia.

Assim, sob uma segunda perspectiva, a ação pode ser conceituada como título que comprova a qualidade ou estado de quem o detém (*status de acionista*)<sup>363</sup>. Sob este ângulo, infere-se que o titular da ação ocupa uma posição à qual corresponde conjunto de normas que define os direitos e obrigações que por ele poderão ou deverão ser desempenhados<sup>364</sup>.

Ao adquirir uma ação, o acionista não compra exclusivamente um bem que passa a compor o ativo de seu patrimônio pessoal. Na verdade, ao assumir a sua propriedade, o acionista submete-se a um feixe normativo que lhe confere direitos e lhe atribui deveres, os quais independem da pessoa de seu titular. Assim, como regra geral, cada ação confere a seu detentor iguais direitos, obrigações e deveres, que deverão observados perante a companhia e os demais acionistas.

Vale ressaltar que, como veremos a seguir, não há uma uniformidade total na “posição jurídica” que decorre da titularidade das ações, seja porque aqueles que detêm um número maior de ações podem gozar do poder de direção ou de comando dos negócios sociais, ou porque a espécie ou a classe de ações confere a seu titular direitos e obrigações distintas dos demais.

Diante disso, é possível dizer que, como regra, as ações expressam-se de forma semelhante nos patrimônios de seus acionistas, na medida em que lhes garantem os mesmos direitos e os sujeitam às mesmas obrigações.

Por exemplo, o *status socii* confere aos acionistas o exercício dos direitos essenciais, consagrados no artigo 109 da Lei das S.A., os quais não podem ser alterados nem pela assembleia geral nem pelo estatuto<sup>365</sup>. Ou seja, quando adquire ações, o acionista sabe que, em decorrência da posição jurídica que assume, gozará no mínimo dos direitos garantidos no referido artigo

---

<sup>363</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. v. I. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 169-170.

<sup>364</sup> “A sociedade é organizada internamente por estrutura de relações jurídicas que vinculam posições de sócios. E a cada posição jurídica corresponde conjunto de normas que define os direitos e deveres da pessoa que a ocupa”. FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 312-314

<sup>365</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991, p. 121. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial – Sociedade por Ações**. v. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 95.

A menção ao artigo 109 da Lei das S.A. traz a baila dois direitos essenciais do acionista: o do titular das ações de participar dos lucros sociais e o de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação. Tais direitos fundamentam uma terceira expressão do conceito de ação: trata-se de título representativo de crédito.

Ao integralizar as ações, o acionista, além da propriedade da ação, passa gozar da expectativa de receber “frutos” dos aportes realizados. Na verdade, a aquisição das ações manifesta, como regra, um interesse do seu titular nas atividades desempenhadas pela companhia e nos resultados financeiros positivos que ela venha produzir.

Por conta disso, entende-se que, com a aquisição de ações, seu titular passa a deter expectativa ao recebimento de dividendos<sup>366</sup>.

No entanto, há divergência doutrinária sobre a caracterização da ação como título de crédito, tal como definido pela teoria clássica de Vivante. Há quem seja contra essa qualificação, já que a ação não confere ao acionista o direito líquido e certo a um valor em dinheiro, mas tão somente lhe atribui um “duplo direito nos planos patrimonial e pessoal”<sup>367</sup>.

Segundo esta visão, não haveria nas ações elementos identificados como próprios aos títulos de crédito, pois as ações: (i) não conferem direito de crédito, mas posição de sócio; (ii) não atendem ao requisito de cartularidade, porque o certificado não é documento necessário para o exercício de direito; (iii) não são literais, porque os direitos de sócio se fundam no estatuto e nas deliberações assembleares; (iv) não seriam autônomas, pois sua circulação seguiria regras diversas das aplicáveis aos títulos de crédito<sup>368</sup>.

Essa oposição quanto à configuração “perfeita” da ação como um título de crédito, a nosso ver, não afasta o aspecto finalístico da ação no patrimônio do acionista<sup>369</sup>: uma

---

<sup>366</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do Direito do Acionista ao Dividendo**. São Paulo: Obelisco, 1969.

<sup>367</sup> MENDONÇA, João Xavier Carvalho *apud* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. v. 2., 22. ed. São Paulo: Saraiva, 2000, p. 67.

<sup>368</sup> A caracterização do sócio exclusivamente como um credor, ademais, é considerada uma “mutilação” teórica, porque a visão negligencia os aspectos políticos, relativos aos direitos de gestão e fiscalização, que igualmente caracterizam a participação societária. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 90-91.

<sup>369</sup> Cabe ressaltar que, a despeito da resistência de alguns, o próprio Vivante confirmava a existência de diferentes espécies de títulos de créditos, tendo os agrupados em quatro categorias: “a) títulos de crédito propriamente ditos, que conferem aos respectivos titulares a prestação de coisas fungíveis, em mercadorias ou dinheiro, como os bilhetes de mercadores, a letra de câmbio e a nota promissória; b) títulos que servem para a aquisição de direitos reais sobre coisas determinadas, como o conhecimento de transporte, de depósito em armazéns gerais e respectivos warrants, e a cédula rural pignoratícia; c) títulos que atribuem a qualidade de sócio, como as ações das sociedades anônimas; e d) títulos que dão direito a qualquer serviço, como os bilhetes de passagem”. VIVANTE, Cesare. **Tratado de Sociedades Mercantis**. v. II., 4. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1952, p. 100 *apud* CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial: Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, pp. 125-126.

expectativa em auferir lucros em caráter periódico ou em participar do acervo social, na hipótese de liquidação da companhia<sup>370</sup>.

De fato, a própria origem do termo “ação”, deriva da palavra holandesa “aktie” e que apareceu pela primeira vez, em 1606, com o significado de pretensão judicial ao dividendo<sup>371</sup>.

Como se verifica, independentemente de decorrer da posição jurídica que passa a desempenhar ao adquirir a ação, ou de este título veicular uma pretensão de crédito, o acionista tem, ao aportar parte de seus bens na sociedade pela integralização das ações, uma expectativa de auferir lucros<sup>372</sup>.

A tríplice visão a respeito do que constitui a ação mostra-se relevante para a definição dos laços que se criam entre a companhia e seus acionistas, bem como para o exame dos danos que podem decorrer de uma atuação ilícita dos administradores.

De fato, se a ação é entendida exclusivamente como expressão do capital social, os direitos que decorrem da sua propriedade estão relacionados ao próprio capital social. Por conta disso, eventuais danos causados ao acionista deveriam estar relacionados a estes direitos, como, por exemplo, perdas decorrentes de infração ao direito de preferência em aumento de capital ou da realização de redução do capital social violando o direito de se manter associado à sociedade.

Por evidente, quanto mais restritos os direitos expressados na conceituação ação, menor é sua relevância enquanto elemento do ativo do patrimônio individual do acionista. Por consequência, menores serão as proporções qualitativas e até quantitativas de eventual dano que a conduta de um administrador de companhia aberta cause ao acionista enquanto detentor de tal bem.

Por outro lado, se a ação é vista como uma cártula que veicula um direito de o acionista reclamar da companhia o pagamento de dividendos, duas situações podem, pelo menos, ser aventadas: reconhecer danos causados aos acionistas pressuporia a configuração de empecilhos à produção ou à distribuição de resultados positivos pela companhia, ou entender-se que todo e qualquer ato que, de alguma forma, impacte negativamente a satisfação de tal crédito poderia ser encarado como dano ao acionista.

---

<sup>370</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. v. I. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 169-170.

<sup>371</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991, p. 121.

<sup>372</sup> PONTES, Aloysio Lopes. **Sociedades Anônimas**. v. I., 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1957, pp. 190-191.

Estas visões, no entanto, parecem negar a realidade normativa que não nos autoriza fechar os olhos ao feixe de direitos e obrigações que o acionista goza ou tem que observar ao deter ações.

Com efeito, a titularidade das ações, com base nas disposições legais, estatutárias, e, no caso de companhias abertas, regulamentares, confere ao acionista um universo de direitos e o submete a diversas obrigações que, sob o guarda-chuva do instituto jurídico da ação, produzem efeitos em seu patrimônio.

Diante disso, o exame de eventual dano ao acionista provocado pela conduta dolosa ou culposa, em infração à lei ou ao estatuto social, dos administradores de companhias abertas, pressupõe a caracterização de alterações nos valores financeiros que representam a ação em seu patrimônio.

Evidentemente, como a relação do administrador com a companhia ultrapassa a esfera dos direitos e obrigações criados pela ação, os danos impostos ao patrimônio social podem impactar outros elementos que integram o ativo e o passivo. Diante disso, deve-se analisar se a conduta do administrador produz efeitos danosos somente em relação aos direitos e obrigações que derivam da titularidade da ação, ou se de forma simultânea impacta os direitos e obrigações que compõem o patrimônio social. Além disso, deve ser verificado se as lesões ao feixe de direitos e obrigações relacionados à ação detida pelo acionista não decorreram de mutações patrimoniais da companhia, tendo em vista a interseção patrimonial por ela representada.

### **3.4.2. Distinções Quanto ao *Status* de Acionista**

Antes de passar a este estudo, cabe responder a uma última questão: eventual conduta dolosa ou culposa, em infração à lei ou ao estatuto, do administrador de uma companhia aberta atinge de forma uniforme os acionistas?

Como referido, a titularidade de ações confere aos acionistas direitos e obrigações que, em um primeiro plano, são uniformes. Todos, por exemplo, têm o direito de receber dividendos, de fiscalizar os negócios sociais, ou ainda de exercer o direito de preferência na subscrição de novas ações. Tal situação poderia levar ao entendimento de que, na medida em que o patrimônio é definido como a expressão em moeda dos objetos dos direitos e obrigações que integram, respectivamente, o ativo e o passivo, os danos causados aos acionistas atingiriam de forma idêntica seus patrimônios.

No entanto, pode haver significativa diferença na extensão, na qualificação e na autorização para a reparação dos danos causados ao patrimônio individual de cada acionista, não apenas – como seria evidente – por conta da quantidade de ações detidas<sup>373</sup>.

A esse respeito, identificamos três situações em que a posição exercida pelo acionista afeta a configuração do dano que possa advir da conduta do administrador da companhia aberta (a) a titularidade de ações ordinárias ou preferenciais; (ii) o exercício de posição que assegure ao acionista o poder de controle; e (iii) a aquisição das ações realizada no mercado primário e no mercado secundário.

De acordo com o artigo 15 da Lei das S.A., as ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, podem ser classificadas em ordinárias ou preferenciais. As ações ordinárias, nas companhias fechadas, e as preferenciais, nas companhias abertas ou fechadas, podem ainda ser divididas em distintas classes, atribuindo a seus titulares diferentes direitos ou benefícios.

De forma geral, as ações ordinárias podem ser definidas como aquelas que conferem a seus titulares a plenitude dos direitos decorrentes da qualidade de acionista, dentre eles o direito de voto nas deliberações das assembleias gerais. As ações preferenciais, por sua vez, além dos direitos essenciais, atribuem a seus titulares vantagens patrimoniais ou preferências em relação às ordinárias, mas podem sofrer limitações – ou até a privação – do exercício do direito de voto<sup>374</sup>.

Ainda que se possa falar, genericamente, em acionistas preferencialistas como um gênero, dependendo das vantagens patrimoniais, de serem as ações negociadas ou não no mercado, ou da restrição ao direito de voto, há significativas distinções entre os efeitos financeiros no patrimônio dos titulares dessas ações.

Com efeito, na hipótese de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, que não sejam negociadas no mercado de valores mobiliários, deve ser garantido a seus titulares, cumulativa ou isoladamente, a prioridade na distribuição de dividendos fixos ou mínimos e no reembolso de capital.

Por outro lado, tratando-se de ações preferenciais de emissão de companhias abertas, o § 1º do artigo 17 da Lei das S.A. exige que o estatuto social lhes conferira uma

---

<sup>373</sup> Evidentemente, aquele que é titular de um milhão de ações pode sofrer danos de magnitude maior do que aquele que é titular de uma ação.

<sup>374</sup> FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 247- 248. EIZIRIK, Nelson. v. III., 2. ed. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 629.

dentre as seguintes preferências ou vantagens: (i) direito de participar de pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, garantindo-se um dividendo prioritário de pelo menos 3% (três por cento) do valor de patrimônio líquido da ação e, ainda, o direito de participar do eventual saldo desses lucros distribuídos em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de a essas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário; (ii) direito de receber dividendo pelo menos 10% (dez por cento) superior ao atribuído a cada ação ordinária; (iii) direito de receber um dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias cumulativamente com o direito de alienar suas ações, em caso de oferta pública de transferência de controle da companhia, nas mesmas condições oferecidas aos titulares de ações ordinárias que não integram o bloco de controle.

Vale ressaltar que essas vantagens e preferências podem ser atribuídas de forma distinta a classes de ações preferenciais emitidas por uma mesma companhia, de modo que entre os preferencialistas titulares de uma mesma classe haverá uniformidade de direitos, mas, entre os das diferentes classes, distinção.

Por conta dessas diferentes vantagens e preferências que são atribuídas às ações ordinárias e preferenciais, a expressão do valor financeiro dos objetos dos direitos por elas conferidos são refletidos de forma distinta no patrimônio individual da companhia e do acionista. Por exemplo, na hipótese de garantia ao preferencialista de dividendo superior em 20% ao devido ao ordinarista, é evidente que o dispêndio da companhia com dividendos devido individualmente ao preferencialista será maior do que aquele a ser efetuado em benefício do ordinarista, considerando-se a mesma quantidade de cada uma dessas espécies de ações.

Com essa constatação procura-se demonstrar que, sendo distintos os direitos e vantagens reconhecidos aos titulares de ações ordinárias e preferenciais, distintos são os danos que podem ser por eles sofridos. Também a título de exemplo: a não divulgação dos resultados dos votos proferidos por meio de boletim de voto a distância pelo diretor de relações com investidores no prazo previsto na regulamentação não teria o condão de causar danos ao preferencialista que tenha direito de voto restrito em relação à matéria objeto da deliberação para qual a qual os votos foram proferidos. Por outro lado, a privação dolosa ou culposa dessa informação ordenada pelo Diretor de Relações com Investidores pode implicar a impossibilidade de os ordinaristas se coordenarem e aprovarem matéria que lhes traga benefício.

Diante disso, quando se trata de danos causados pelos administradores de companhias abertas aos acionistas deve-se, de maneira cautelosa, analisar a espécie e classe de ações cuja titularidade poderia legitimar o titular à pretensão reparatória. Isto é, embora todos sejam acionistas e tenham direitos e obrigações mínimos semelhantes, há peculiaridades decorrentes da espécie ou da classe de ações que devem ser apuradas para que se verifique se o dano foi efetivamente sofrido e, em caso positivo, a sua extensão.

A distinção das espécies de ações também permite examinar outro cenário em que a sua titularidade pode dar margem a diferentes danos. Trata-se do exercício do poder de controle que decorre da titularidade de quantidade suficiente de ações que confira a seu titular direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e do uso do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia<sup>375</sup>.

De acordo com o artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976, na hipótese de alienação direta ou indireta do controle de companhia aberta, o adquirente está obrigado a realizar oferta pública de aquisição das ações com direito de voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle<sup>376</sup>.

A redação atual do referido dispositivo representa o reconhecimento de um sobrevalor atribuído às ações ordinárias de emissão de companhia aberta que garantam a seu titular o exercício do poder de controle. Com efeito, trata-se de constatação de que o poder de controle constitui um “bem” distinto das ações ordinárias individualmente consideradas,

---

<sup>375</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 21.12.2019.

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

<sup>376</sup> Vale ressaltar que, para as companhias que tenham aderido ao segmento do Novo Mercado, é obrigatória, nos termos do item 8.1. do Regulamento, a extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia.

ao qual é atribuído um valor próprio, que não se confunde com o valor de cada uma dessas ações<sup>377</sup>.

Como se verifica, o conjunto de ações ordinárias que confirmam ao seu titular ou poder de controle ou represente participação significativa na companhia aberta capaz de influenciar de forma significativa algumas deliberações sociais recebem uma valoração diferenciada do mercado e também do legislador.

Diante disso, os atos praticados pelos administradores das companhias abertas quando impactam direitos dos titulares de ações ordinárias tendem a gerar danos mais significativos aos titulares do poder de controle ou das referidas participações significativas já que o valor do conjunto das ações por eles detidos tende a sofrer perdas maiores em termos absolutos.

Por exemplo. Imagine-se uma companhia aberta com capital disperso em bolsa, cujos negócios sociais são desenvolvidos no setor de construção civil. Integrantes de sua diretoria financeira e de obras, em conluio com membros da administração pública, adotam práticas que “facilitam” a companhia vencer processo licitatório de concessão de rodovias federais. Apurada judicialmente a conduta irregular dos administradores, os contratos de concessão são declarados nulos e a companhia perde o direito de explorá-los, o que impactará significativamente suas receitas nos próximos exercícios sociais. Nessa situação, se compararmos hipótese de dois acionistas titulares de ações ordinárias, um detentor de um lote pequeno e outro de participação significativa, o impacto da conduta do administrador em uma eventual venda das ações detidas por esses acionistas é distinto não só em virtude do número de ações detidas. Com efeito, o valor atribuído à participação significativa detida pelo ordinarista em decairá provavelmente de forma mais acentuada em virtude das dificuldades financeiras que a companhia passará a enfrentar. Ou seja, o sobrevalor que era conferido a esse conjunto de ações provavelmente será reduzido e as vantagens que esse acionista tinha em relação aos demais ordinaristas perderão valor.

Assim, também a expressividade da participação detida pelo acionista e o sobrevalor que se reconhece às ações ordinárias que permitem o exercício do poder de

---

<sup>377</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, pp. 142-143. BULGRELLI, Waldírio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 158. PRADO, Roberta Nioac. Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76 – É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXXVI, n. 106, p. 83, abr./jun., 1997

controle ou o exercício de influência significativa sobre a companhia revelam que os acionistas ordinaristas podem sofrer danos distintos em decorrência da atuação lesiva dos administradores.

A terceira hipótese que pode revelar diferentes configurações de eventuais danos aos acionistas de companhias abertas causados pelos administradores diz respeito ao mercado em que as ações foram adquiridas.

O mercado de capitais pode ser dividido em mercado primário e secundário, ocorrendo no primário as emissões públicas de novos valores mobiliários e no secundário operações entre os presentes e futuros titulares de valores mobiliários.

Com efeito, no mercado primário, é a companhia aberta que realiza a oferta de ações e os recursos aportados na integralização das ações serão revertidos em seu benefício direto. Por outro lado, no mercado secundário, a companhia emissora não participa das transações e os recursos dispendidos e auferidos são exclusivamente transmitidos entre o vendedor e o comprador das ações.

Diante disso, há regras distintas quanto à responsabilidade dos administradores de companhias abertas, por exemplo, quanto às informações prestadas aos investidores na hipótese de oferta de ações no mercado primário.

Em conformidade com o disposto no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976, a Instrução CVM nº 400/2003, estabelece em seu artigo 56-B, que “os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante por esta Instrução”<sup>378</sup>.

Dentre as obrigações previstas pela Instrução impostas à companhia emissora e, por conseguinte, a seus administradores, está a de garantir a “veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição”<sup>379</sup>.

---

<sup>378</sup> BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 400/2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. **Diário Oficial da União**, 09 de janeiro de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 21.12.2019.

<sup>379</sup> BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 400/2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. **Diário Oficial da União**, 09 de janeiro de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 21.12.2019.

“Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.”.

Como se verifica, a Instrução CVM nº 400/2003 estabelece, de forma expressa, que o administrador de companhia aberta, quando da distribuição de ações no mercado primário, respondem pelas informações prestadas pela companhia, devendo assegurar que sejam fornecidas informações, especialmente no prospecto, que reflitam com a maior precisão possível dados verdadeiros sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a emissora, as suas atividades, a situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes<sup>380</sup>.

A atribuição dessa responsabilidade ao administrador não consta de normas legais ou regulamentares que disciplinam a negociação de ações no mercado secundário. Essa ausência normativa pode se atribuir ao tipo de negociação realizado nesse mercado, a qual diz respeito a transações realizadas entre investidores, não envolvendo a companhia.

Como no mercado primário é a própria companhia que auferirá os recursos captados junto aos investidores, o ente regulador estabeleceu expressamente a sua responsabilidade e de seus administradores – e ainda de outros participantes da oferta<sup>381</sup> – pelas informações prestadas no mercado.

Diante disso, se configurada situação que revele que as informações prestadas, por exemplo, no prospecto da distribuição primária de ações de uma companhia aberta, eram falsas, o acionista que adquiriu ações no âmbito da *Initial Public Offering* – IPO poderá ter sofrido danos. Com efeito, a regulamentação reconhece que, em tal hipótese, o dever de o administrador prestar informações verdadeiras foi violado e se, da informação inverídica, perdas patrimoniais decorreram para os acionistas, o administrador deverá repará-las<sup>382</sup>.

Por outro lado, na forma da legislação atual, aquele que tenha adquirido ações do acionista que as comprou no IPO não faz jus a eventuais reparações patrimoniais, pois não se relacionou diretamente com a companhia e efetuou a aquisição fora de um mercado primário, no qual as aquisições de ações são presumidamente realizadas com fundamento informações prestadas em instrumentos como o prospecto.

---

<sup>380</sup> PITTA, Andre Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2003, p. 354.

<sup>381</sup> EIZIRIK, Nelson; HENRIQUES, Marcus de Freitas; PARENTE, Flávia; GAAL, Ariádna B.. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 192.

<sup>382</sup> PITTA, Andre Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2003, p. 355. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade Administrativa e Civil do Ofertante e do Intermediário pelo Conteúdo do Prospecto: *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (org.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 246.

Como se verifica, dependendo do mercado em que o acionista tenha adquirido as ações, eventuais perdas patrimoniais por eles sofridas na qualidade de acionista em virtude, por exemplo, da prestação de informações pelos administradores das companhias abertas poderão ou não ser indenizadas.

As três hipóteses acima referidas buscam, portanto, demonstrar que diferentes fatores – a espécie da ação, as vantagens a elas conferidas, o mercado em que foi adquirida – podem determinar e influenciar a configuração e a reparação dos danos causados aos acionistas e também à companhia pelas condutas dos administradores das companhias abertas.

Ponderados estes fatores, deve ser retomado o questionamento: a conduta, dolosa ou culposa, ilícita ou em infração ao estatuto social, do administrador de companhia aberta poderia implicar em alteração no valor financeiro dos objetos dos direitos e das obrigações que integram o patrimônio da companhia e dos acionistas? E ainda: configuradas alterações nestes valores financeiros, haveria dano passível de reparação?

A esses questionamentos dedica-se o próximo Capítulo desta Tese.

### 3.5. CONCLUSÕES PARCIAIS

O Capítulo 3 dedicou-se ao exame do patrimônio e da configuração da sobreposição patrimonial entre companhia e acionistas.

Partindo da constatação que a lei societária, ao disciplinar a responsabilidade dos administradores, elegeu o patrimônio como o fundamento para a fixação da legitimidade ativa da pretensão reparatória e para a delimitação do objeto da indenização, identificou-se que a distinção entre patrimônio da companhia e dos acionistas tem origem na constituição da pessoa jurídica.

O exame da autonomia patrimonial e das hipóteses em que pode haver confusão entre o patrimônio da sociedade e dos acionistas contribuiu para fixar os primeiros elementos caracterizadores e delimitadores do instituto do patrimônio.

Analisou-se diferentes entendimentos doutrinários a respeito dos elementos que constituem o patrimônio, de ele poder ser considerado objeto autônomo de direitos e obrigações, de constituir expressão da personalidade ou de sequer ser necessária a configuração de sua titularidade. Concluiu-se por ser adequado conceituá-lo, sob uma visão jurídica, como o conjunto de direito e obrigações que integram o ativo e o passivo e sob uma

perspectiva financeira, como a expressão em moeda dos objetos de tais direitos e obrigações. Com base nisso, e fundamentada nas preposições de José Luiz Bulhões Pedreira, constatou-se que o conceito financeiro de patrimônio melhor se encaixa aos propósitos do estudo que ora se realiza da responsabilidade de administradores de companhias abertas.

Por fim, o Capítulo 3 dedicou-se ao exame da ação, elemento que integra tanto o patrimônio da companhia como de seus acionistas. Esse bem que confere direitos e faz recair, sobre seus titulares, obrigações diretamente relacionadas à companhia constitui o ponto de interseção que permite que a atuação, culposa ou dolosa, em infração à lei ou ao estatuto social, do administrador da companhia aberta possa produzir danos tanto em relação à companhia quanto ao acionista. Verificou-se que características das ações, como sua espécie ou classe, o sobrevalor que é conferido a algumas delas e os mercados em que são negociadas, podem influenciar a configuração e a extensão dos danos que venham a decorrer da atuação dos administradores de companhias abertas.

## 4. OS DANOS DIRETOS E OS INDIRETOS QUE PODEM RESULTAR DA ATUAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

### 4.1. ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

Os capítulos anteriores trataram do fundamento da responsabilidade dos administradores pelos danos causados ao patrimônio da companhia e de seus acionistas, dos mecanismos de obtenção da reparação pecuniária pelos danos, eventualmente, sofridos, da identificação do objeto dos danos patrimoniais, bem como do valor mobiliário designado “ação”, elemento de ligação entre a companhia e seus acionistas que permite que uma mesma conduta do administrador possa causar danos a um, a outro ou a ambos.

Especificamente no Capítulo 3, buscou-se responder o questionamento a respeito da definição do patrimônio, tendo em vista que as ordens legais – societária e civil – identificam as hipóteses de responsabilidade fazendo referência a conceitos como prejuízos, perdas patrimoniais, bens e obrigações.

O presente Capítulo visa, por sua vez, a concluir a linha de raciocínio da presente Tese, identificando e conceituando não só o dano, mas delimitando, em especial, aquilo que constitui o parâmetro para a fixação dos danos passíveis de reparação e para a legitimidade para a propositura das denominadas ação social e ação individual<sup>383</sup>.

Dedicar um capítulo ao estudo do dano justifica-se em seu caráter essencial para a configuração da responsabilidade civil e societária. Com efeito, o dano constitui o fundamento e a medida concreta da responsabilidade civil, que autoriza o provimento jurisdicional a intervir na esfera jurídica daquele que praticou o ilícito, com o objetivo de reconstituir o *status* original em que a vítima se encontrava.

---

<sup>383</sup> “O caráter *ut universi* da ação dessa forma intentada deriva não da causa do prejuízo sofrido pela sociedade, mas da natureza de tal prejuízo, na medida em que ele afete diretamente o interesse da própria parte que ingressa em juízo”. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, p. 81, abr./jun., 1981. No mesmo sentido, “é comum a diferenciação entre a responsabilidade perante os sócios e responsabilidade perante a sociedade com base no critério da incidência do dano. A ação do sócio contra o administrador exige danos directamente provocados na sua esfera jurídica, por oposição a danos provocados no património social”. CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. **Revista O Direito**, ano 137, v. I, p. 83, 2005.

A esse respeito, Adriano De Cupis indica que “o dano, conjuntamente com o fato humano que o produz, é pressuposto essencial da responsabilidade. Se não há dano, não pode existir sanção reparatória, e, portanto, responsabilidade”<sup>384</sup>. Compartilhando da mesma conclusão, Ruggiero e Maroi reconhecem que “a obrigação [de reparação] não nasce se falta o dano”<sup>385</sup>.

Como se verifica, o dano constitui pressuposto necessário da responsabilidade civil, pois se “se trata de reparar, é preciso que haja alguma coisa a ser reparada”<sup>386</sup>.

Vale ressaltar que a essencialidade do dano aqui mencionada diz respeito à responsabilidade de natureza civil ou societária. Com efeito, determinadas práticas podem despertar o interesse punitivo ou repreensivo, por exemplo, das esferas administrativa e penal. Além disso, tais práticas podem representar infração à ordem moral e ética, mas, para que sejam reconhecidas como desencadeadoras de responsabilidade civil ou societária, devem, necessariamente, resultar em danos.

Nesse sentido, por exemplo, nos chamados crimes de mera conduta objeto de reprovação pelo direito penal e pelos cânones éticos, não são identificados danos imputados a uma determinada vítima, mas, exclusivamente, o descumprimento da norma positivada na lei. Em tais situações, já que dano não há, não há que se falar em responsabilidade de natureza civil.

Cabe ressaltar que a referência à infração a padrões morais e éticos não diz respeito a afastar o dano moral como objeto da responsabilidade civil. Como expressamente reconhecido pelo artigo 5º incisos V e X da Constituição Federal<sup>387</sup>, o dano moral deve ser indenizado, consistindo em lesão aos direitos integrantes da personalidade, ou, em última análise à dignidade humana<sup>388</sup>.

<sup>384</sup> CUPIS, Adriano de. **Il Dano**. Milão: A. Giuffrè, 1946, p. 23.

<sup>385</sup> RUGGIERO, Roberto de; MAROI, Fulvio. **Istituzioni di Diritto Privato**. v. II. Milão: Giuseppe Principato, 1937, § 186.

<sup>386</sup> MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon; TUNC, André. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. v. 1., 5. ed. Paris: Montchrestien, 1955, n. 208. Nesse sentido, “Com efeito, a unanimidade dos autores convém em que não pode haver responsabilidade sem a existência de um dano, e é verdadeiro truísmo sustentar esse princípio, porque, resultando a responsabilidade civil em obrigação de ressarcir, logicamente não pode concretizar-se onde nada há que reparar.” DIAS, José de Aguiar. **Da Responsabilidade Civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 819.

<sup>387</sup> BRASIL. Constituição Federal, de 05 de outubro de 1998. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 08.06.2019. “Art. 5º (...) V - é assegurado o direito de resposta, proporcional ao agravo, além da indenização por dano material, moral ou à imagem; (...) X - são invioláveis a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas, assegurado o direito a indenização pelo dano material ou moral decorrente de sua violação;”

<sup>388</sup> Cabe ressaltar que “persiste ainda a controvérsia quanto à noção de dano moral. Fórmula jurisprudencial bastante criticada o associava às sensações de ‘vexame, dor, humilhação, angústia, sofrimento’. A alusão a tais

De fato, ao afirmarmos a essencialidade do dano, estamos reconhecendo que a responsabilidade civil ou societária somente deverá ser reconhecida se houver prejuízos patrimoniais e/ou lesões à dignidade da pessoa<sup>389</sup>.

Cabe ressaltar que, embora em hipóteses de infrações exclusivamente a preceitos morais e éticos sem expressão em danos não se autorize a responsabilidade civil, o fundamento da obrigação reparatória está sempre em um “mais elementar sentimento de justiça”<sup>390</sup>. De fato, direito, moral e ética não deixam de dialogar no âmbito da responsabilidade civil ou societária, mesmo que, em algumas situações, a ordem jurídica não repreenda infrações a preceitos morais e éticos.

Nesse sentido, vale ressaltar que o dano que decorre do ato ilícito representa uma ruptura do equilíbrio econômico ou dos direitos da personalidade resguardados nas relações existentes entre o ofensor e a vítima e próprios aos juízos morais e éticos do legislador que os considera passíveis de proteção. Rompido esse liame faz-se necessário reestabelecer – dentro daquilo que seja possível – o chamado *status quo ante*.

Embora seja muitas vezes impossível, especialmente na responsabilidade que visa a “reparar” o dano moral, a restituição da vítima à perfeita situação em que antes da prática do ilícito ela se encontrava, as verbas indenizatórias que são estabelecidas quando reconhecida a responsabilidade visam justamente a concretizar o sentimento de justiça em tutelar a vítima e reprovar a conduta do ofensor<sup>391</sup>.

---

sentimentos pouco contribuiu para a elaboração de conceito seguro, haja vista traduzirem conseqüências subjetivas da violação. Diante de tais dificuldades, procura-se associar o dano moral à lesão à dignidade humana”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1992, p. 83. No mesmo sentido, Sergio Cavaliere Filho indica que há conceitos de danos morais “para todos os gostos”. Segundo o autor, é possível dividir tais entendimentos entre aqueles que definem o dano moral sob uma visão negativa e outros com base em um conceito positivo. Para os primeiros, “dano moral seria aquele que não tem caráter patrimonial, ou seja, todo dano não material. Por outro lado, a definição positiva, dano moral “é dor, vexame, sofrimento, desconforto, humilhação – enfim, dor da alma. (...) Com efeito, o par dos direitos patrimoniais, que se traduzem em uma expressão econômica, o homem é ainda titular de relações jurídicas que, embora despidas de expressão pecuniária intrínseca, representam para o seu titular um valor maior, por serem atinentes à própria natureza humana. (...) São direitos inatos, reconhecidos pela ordem jurídica e não outorgados, atributos inerentes à personalidade, tais como o direito à vida, à liberdade, à saúde, à honra, ao nome, à imagem, à intimidade, à privacidade, enfim, à própria dignidade da pessoa humana”. CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 88. Ainda sobre o tema, ver SCHREIBER, Anderson. **Direitos da Personalidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

<sup>389</sup> “Se bem que a boa linguagem talvez aconselhe a conservação dos respectivos valores dessas palavras, devemos reconhecer que, quando se fala em dano, entre nós, o que se quer significar é o resultado da lesão ou injúria sobre o patrimônio moral ou material.” DIAS, José de Aguiar. **Da Responsabilidade Civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2011, p. 819.

<sup>390</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 14.

<sup>391</sup> ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Conseqüências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972. p. 175.

É justamente amparado nesse sentimento de justiça que os legisladores – inclusive o societário – positivam hipóteses autorizativas da reparação de danos. Aliás como será visto, a regra contida no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976, que autoriza os acionistas, por ação própria e no exercício de legitimidade ordinária, a recuperar os danos que os administradores lhes causarem de forma direta, leva em consideração fundamentos de justiça identificados a partir da posição jurídica ocupada pelo acionista e da intrincada e complexa relação se forma que entre eles, a companhia e os administradores.

Voltando ao carácter essencial do dano, no âmbito da responsabilidade societária, Marcelo von Adamek, ao tratar da responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas, destaca que “é imprescindível ficar demonstrada a existência do dano sofrido pelo prejudicado, e essa prova cabe ao autor da ação”<sup>392</sup>.

Diante disso, não merece acolhimento o entendimento no sentido de que “mesmo que não decorra da prática abusiva, ilegal ou antiestatutária nenhum prejuízo material para a companhia, configura-se sempre a responsabilidade do administrador”<sup>393</sup>. Diferentemente do que se sustenta, não existe no ordenamento societário brasileiro norma que respalde eventual presunção de que a infração à lei ou ao estatuto cause danos à companhia, e tampouco o que se denominou reparação ao “dano jurídico” – conduta praticada em infração à norma legal que não implica perdas.<sup>394</sup>

Na verdade, a função da responsabilidade civil ou societária – diferentemente da responsabilidade penal ou administrativa – é, fundamentalmente, reparar danos e não, exclusivamente, punir comportamentos antijurídicos. Esta *ratio* está consagrada nos artigos 158 e 159 da Lei das S.A. que atribuem responsabilidade aos administradores tão somente

---

<sup>392</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 230.

<sup>393</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 432. Ainda: “A fraude à lei ou o abuso de poder dos administradores da controladora e de coligadas (arts. 245 e 246) acarretam lesão ou ofensa ao direito da companhia, de seus acionistas e de terceiros. A ofensa ou lesão ao direito de tais pessoas nem sempre pode ser aferida materialmente, a não ser de forma simbólica. O fato de não se ter materializado a lesão ou ofensa em prejuízo patrimonial não descaracteriza o dano nem elimina a responsabilidade do administrador. Este conduziu-se contrariamente ao interesse social. É ele, pois, responsável”. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 477.

<sup>394</sup> “A presunção da infringência à lei ou estatuto é de sempre acarretar lesão, ainda que não se possa medi-la no plano material. Será, por exemplo, o caso de os diretores, por mera negligência terem deixado de recolher impostos devidos pela companhia e, posteriormente, venha esta a ser beneficiada pela anistia fiscal no curso do processo administrativo. O fato de não ser materializado o prejuízo, nesse caso, não descaracteriza a lesão nem elimina a responsabilidade do administrador. O administrador, na hipótese, acarretou dano jurídico à companhia, dano esse que o torna responsável”. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 432.

quando dos atos, dolosos ou culposos, ou praticados em infração à lei ou ao estatuto social, advenham danos para a companhia e/ou para seus acionistas.

Confirmado o caráter fundamental do dano para a responsabilidade civil em geral e também para a dos administradores das companhias abertas, o presente Capítulo pretende responder a alguns questionamentos. O primeiro: o que é o dano? Dessa questão extraem-se as seguintes: quais os pressupostos para a caracterização do dano? Quando o dano se materializa?

Situado o estudo e fixadas as bases conceituais do dano, passa-se a um novo questionamento: sempre que caracterizado o dano a vítima – no caso, a companhia ou o acionista – estaria configurado o direito de pleitear o seu ressarcimento?

Além disso, pretende-se identificar quais vítimas podem pedir a reparação de danos e, ainda, analisar hipóteses concretas que permitam ou não confirmar o direito daquele que supostamente sofreu dano de obter a sua reparação.

Nesse sentido, em um primeiro momento, o Capítulo 4 recorre à disciplina e ao estudo do direito civil para fixar as bases fundamentais a respeito do dano direto e indireto que serão, em seguida, tratados à luz do direito societário e, dessa forma, daquilo que pode ser o objeto de reparação e o fundamento da legitimidade para a propositura de ações indenizatórias na forma do *caput* e § 7º do artigo 159 da Lei nº 6.404/1976.

Vale ressaltar que, nessa tarefa, o presente Capítulo, além de analisar os entendimentos da doutrina que anteriormente dedicou-se ao tema, pretende examinar situações concretas identificadas como típicas de danos causados pelos administradores à companhia, aos acionistas ou a ambos.

Concluído o estudo e apresentado o conceito que entendemos deva ser atribuído aos danos reparáveis no âmbito da responsabilidade societária dos administradores de companhias abertas, o Capítulo 4 dedica-se ao exame de precedentes do Superior Tribunal de Justiça – STJ, a fim de verificar se há pertinência entre o conceito de danos diretos e indiretos apresentado neste Tese e aquele que os tribunais têm acolhido como aptos a respaldar os pleitos indenizatórios em face dos administradores.

Ainda na tentativa de buscar a concretude do conceito apresentado, o Capítulo 4 dedica-se à verificação da caracterização de danos reparáveis na hipótese de oscilação do valor de mercado das ações de emissão das companhias abertas.

## 4.2. O QUE É DANO?

A conceituação do dano e, por consequência, da responsabilidade dos administradores de companhias abertas pressupõe o recurso ao direito civil. Embora a Lei das S.A. discipline de forma específica os pressupostos para a imputação de responsabilidade pessoal ao administrador pelos danos que possam derivar das funções por ele desempenhadas, ela não cria ou regula de forma individualizada os elementos necessários a configuração da obrigação de indenizar: ato ilícito, culpa ou dolo, dano e nexo causal.

Na verdade, as normas relativas à responsabilidade societária positivadas nos artigos 158 e 159 Lei nº 6.404/1976 têm seu fundamento no direito civil, valendo-se das normas gerais deste ramo do direito como inspiração e base para a regulação específica das imputações reparatórias ao administrador.

Com efeito, o recurso que essa Tese faz ao direito civil não representa o afastamento da disciplina especial do direito societário e tampouco a afirmação de a responsabilidade dos administradores poder dispensar as normas contidas na lei societária<sup>395</sup>.

A esse respeito, afirmar, por exemplo, que a base de tal responsabilidade está no direito civil e que a compreensão dos danos diretos e indiretos e da legitimidade regulada pelo artigo 159 da lei societária pressupõe o exame de institutos originalmente desenvolvidos pelo direito civil não quer dizer que a disciplina da Lei das S.A. aplica-se para determinadas relações que envolvem administradores, companhia e acionistas e a de direito civil para outras.

Com efeito, no âmbito da responsabilidade dos administradores, não há como se fundamentar os pleitos reparatórios exclusivamente no disposto nos artigos 186 ou 927 do Código Civil, pois a lei societária contém dispositivos que os derrogam naquilo que dispõe de forma específica.

Na verdade, o estudo que ora se inicia diz respeito ao exame das normas gerais do direito civil inspiradoras das regras específicas da responsabilidade societária dos administradores e que disciplinam os elementos caracterizadores da obrigação reparatória.

---

<sup>395</sup> “A Lei das S.A. é especial por referência à lei geral, o Código Civil. Como norma especial, afasta a incidência da norma geral; assim, aplicam-se às ações de responsabilidade civil dos administradores e acionistas controladores somente as regras da Lei das S.A.” EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário Brasileiro?. *In*: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 99-100.

O artigo 186 do Código Civil ratifica o princípio de que a conduta antijurídica imputável a uma pessoa tem como consequência a obrigação de “sujeitar o ofensor a reparar o mal causado”<sup>396</sup>. Trata-se de regra em consonância com o preceito de que a responsabilidade de natureza civil tem a finalidade, em essência, de reparar o dano e não de punir a conduta do agente.

O conceito tradicional de dano seria o de “uma diminuição de patrimônio”<sup>397</sup>. Autores clássicos de direito civil europeu continental identificam o dano como a efetiva diminuição do patrimônio que consistiria “na diferença entre o valor atual do patrimônio do credor e aquele que teria se a obrigação fôra exatamente cumprida”<sup>398</sup>. Carvalho de Mendonça, à sua época, identificava o dano como “tôda e qualquer diminuição do patrimônio do credor”<sup>399</sup>.

A atribuição de uma definição de dano exclusivamente com base no patrimônio, sem qualquer ressalva ou diferenciação quanto às espécies de danos, passou a ser insuficiente diante das situações concretas que começaram a ser submetidas a exame dos julgadores estatais. Com efeito, Agostinho Alvim relata que<sup>400</sup>:

Alguns autores, como COGLIOLO, aí invocado, adotando, embora, o conceito clássico, querem que o dano se refira também à pessoa (e não só ao patrimônio), interpretação que FORMICA reputa forçada, e serve para evidenciar a insuficiência do conceito. Por tudo isso, FORMICA, acolhendo o conceito de MINOZZI, e sintetizando o mais possível, assim define dano: a diminuição ou subtração de um bem jurídico. Analisando a definição, explica o seu autor que a expressão bem jurídico não significa somente os haveres, o patrimônio, mas a honra a saúde, a vida, bens êsses aos quais os povos civilizados dispensam proteção.

Tais entendimentos revelam a insuficiência em se definir dano exclusivamente com base na ideia de diminuição patrimonial. A realidade dos fatos faz com que se deva reconhecer e conceituar o dano a partir da violação dos bens jurídicos em geral, isto é, a

<sup>396</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 50.

<sup>397</sup> Vale ressaltar que, conforme explicitou Antonio Lindbergh C. Montenegro, o direito alemão desenvolveu teorias com base nas quais o dano era identificado como lesão a interesses jurídicos e não propriamente ao patrimônio. MONTENEGRO, Antonio Lindbergh C. **Ressarcimento de Danos**. 8. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 6. Sobre a tutela dos interesses, ver STEINER, Renata C. **Reparação de Danos: Interesse Positivo e Interesse Negativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

<sup>398</sup> POLACCO, Vittoria. **Le Obligationi nel Diritto Civile Italiano**. v. I. Roma: Athenaeum, 1915, n. 126. *apud* ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 154.

<sup>399</sup> MENDONÇA, Manoel Ignacio Carvalho de. **Doutrina e Prática das Obrigações**. v. 2., t. I, 3 ed. Brasília: Freitas Bastos, 1938, p. 472.

<sup>400</sup> ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972. p. 170.

lesões “que alguém sofre na sua alma, corpo ou bens”<sup>401</sup>. Na medida em que o direito passa a consagrar direitos como os da personalidade e a proteger a dignidade da pessoa humana, a definição do dano exclusivamente com fulcro no patrimônio mostra-se simplória e limitada.

Diante disso, a tutela do dano material e do dano moral faz com que o dano, como gênero, seja definido como lesão a qualquer bem jurídico<sup>402</sup>. Sendo assim identificado, vale mencionar que tal lesão permite à vítima, no âmbito da responsabilidade civil, buscar a reparação por duas formas: pela reparação natural, ou específica, e pela indenização pecuniária<sup>403</sup>.

Neste ponto, deve-se fazer a ressalva a respeito das peculiaridades do dano moral, da forma pela qual ele pode ser objeto de “reparação”. Com efeito, diante de lesões a direitos inerentes à personalidade não faz sentido falar em execução específica da obrigação, por exemplo, não desempenhada e que tenha causado danos.

Justamente por conta de tais peculiaridades é que informamos o corte teórico realizado no exame da responsabilidade societária para refletir, em um estudo dedicado primordialmente às sociedades que desempenham papel central no desenvolvimento de riquezas, os aspectos relacionados aos efeitos patrimoniais dos danos que decorram da atuação de seus administradores.

Voltando assim o estudo para os danos patrimoniais que sejam causados à companhia aberta e/ou aos acionistas pela atuação, dolosa ou culposa, em infração à lei ou ao estatuto, dos administradores, deve-se retomar o conceito de patrimônio apresentado no Capítulo 3.

Como visto, o patrimônio, para fins da responsabilidade societária, deve ser entendido como o valor apreciável em moeda dos objetos que integram os direitos e obrigações que compõem o ativo e o passivo. Em outras palavras, trata-se da quantidade de

---

<sup>401</sup> FISCHER, Hans Albrecht. **A Reparação dos Danos no Direito Civil**. Tradução Antônio de Arruda Ferrer Correia. São Paulo: Saraiva, 1938, p. 7 *apud* ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 171.

<sup>402</sup> "Nós entendemos que o termo dano, em sentido amplo, vem a ser a lesão de qualquer bem jurídico, e aí se inclui o dano moral". ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972. p. 171. Da mesma forma, “Quando opto pela definição do dano como toda ofensa a um bem jurídico, tenho precisamente em vista fugir da restrição à patrimonialidade do prejuízo”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1992, p. 53.

<sup>403</sup> "Não obstante seu caráter subsidiário, a indenização em dinheiro é a mais frequente, dadas as dificuldades opostas, na prática, à reparação natural pelas circunstâncias e, notadamente, em face do dano, pela impossibilidade de restabelecer a rigor a situação anterior ao evento danoso". DIAS, José de Aguiar. **Da Responsabilidade Civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 833. Quanto ao conceito de indenização, "indenizar significa ressarcir o prejuízo, ou seja, tornar indene a vítima, cobrindo todo o dano por ela experimentado". RODRIGUES, Silvío. **Direito Civil: Responsabilidade Civil**. v. 4., 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 185.

moeda (i) pela qual se substituiria determinado bem ou os rendimentos que dele advenham, e (ii) que seria necessária para solver as dívidas do titular do patrimônio.

Entendendo-se o patrimônio como um conjunto de ativos e passivos, expressável em moeda, os danos patrimoniais devem ser compreendidos como uma ofensa ou diminuição de certos valores econômicos. Ou seja, o dano patrimonial é aquele que implica lesão a valores positivos do patrimônio – a expressão em moeda do ativo – ou a majoração indevida dos valores representativos do passivo.

Com efeito, o dano patrimonial pode recair tanto sobre os elementos do ativo, direitos, bens, créditos, quanto sobre o passivo, hipótese na qual consistirá no aumento financeiro das dívidas<sup>404</sup>.

Por exemplo, pode o administrador de uma companhia aberta do setor de logística, em virtude de sua atuação em infração ao estatuto social, ter celebrado, em nome da sociedade, contrato de prestação de serviços de transporte de *commodities*, com fundamento em expansão da malha ferroviária da sociedade, que seria obtida a partir de contrato de concessão celebrado com o Poder Público. No entanto, supondo-se que tenha sido apurado que esse último contrato decorreu do pagamento de propinas pelo administrador ao gestor público que garantiu à companhia a celebração da concessão, esta é extinta e frustra-se o desenvolvimento da malha ferroviária. Diante disso, a companhia deixa de prestar os serviços de logística que havia sido objeto do contrato de transporte das *commodities*, o que implicará o descumprimento do contrato e uma possível imposição de penalidade, a qual por evidente majorará as dívidas da companhia. Neste cenário, se configurado o nexo causal entre a conduta ilícita do administrador ao participar dos atos de corrupção e a imposição da penalidade contratual decorrente do descumprimento do contrato com o titular das *commodities*, o incremento no passivo da companhia poderá ser caracterizado como um dano patrimonial que o administrador lhe causou.

Identificado o dano patrimonial como a diminuição do valor financeiro dos elementos que integram o ativo ou a majoração do valor em moeda dos objetos das obrigações que compõem o passivo, deve ser ressaltado que nem todo decréscimo ou acréscimo em tais valores representam danos indenizáveis.

---

<sup>404</sup> BAPTISTA, Silvio Neves. **Teoria Geral do Dano: de acordo com o Novo Código Civil Brasileiro**. São Paulo: Atlas, 2003, p. 78.

De fato, caberá reparação dos danos patrimoniais se eles forem certos e atuais<sup>405</sup>. O dano certo é aquele cuja existência é determinada ou, no mínimo, determinável. Ou seja, trata-se de dano cujo prejuízo já é conhecido, ainda que suas consequências sejam futuras. A certeza do dano como requisito à sua indenização visa a evitar a reparação de danos meramente eventuais ou hipotéticos<sup>406</sup>.

A atualidade, por sua vez, decorre de o dano já ter ocorrido e ter sido configurado no momento em que a reparação é pleiteada, pois “não se indeniza o dano futuro, pela simples razão de que dano ainda não há”<sup>407</sup>. Trata-se, com efeito, de exigência de que o dano já esteja “consumado com todas as suas consequências”<sup>408</sup>, definido no momento da propositura da ação de responsabilidade civil ou ainda que já exista ou tenha existido quando da formulação do pleito reparatório<sup>409</sup>.

A certeza e a atualidade que se exige do dano para o deferimento de sua reparação não afastam, contudo, o direito à indenização de prejuízos que ainda venham a se materializar. Na verdade, quando a perda de valores do ativo ou o incremento do passivo decorrerem de uma conduta e de um dano previamente definidos, em relação aos quais se tenha a certeza de que se produzirá, autoriza-se a sua inclusão na verba reparatória<sup>410</sup>.

A esse respeito vale mencionar que a indenização do dano patrimonial tem sua extensão definida a partir dos danos emergentes e dos lucros cessantes<sup>411</sup>. Ou seja, a reparação que a responsabilidade civil autoriza engloba aquilo que efetivamente “se perdeu” e o que razoavelmente deixou-se de ganhar<sup>412</sup>.

O dano emergente consiste no que tradicionalmente se chama de “perda” e naquilo que institivamente identifica-se como desfalque do patrimônio da vítima. Ou seja, constitui

<sup>405</sup> “O dano patrimonial ressarcível deve ser certo e atual”. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 235.

<sup>406</sup> MONTENEGRO, Antonio Lindbergh C. **Ressarcimento de Danos**. 8. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 11. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, pp. 43-44. DIAS, José de Aguiar. **Da Responsabilidade Civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p.825.

<sup>407</sup> TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA; Heloisa Helena; MORAES. Maria Celina Bodin de. **Código Civil Interpretado: Conforme a Constituição da República**. v. 1. Rio de Janeiro, Renovar, 2004, p. 334.

<sup>408</sup> MONTENEGRO, Antonio Lindbergh C. **Ressarcimento de Danos**. 8. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 26.

<sup>409</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 40.

<sup>410</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 40.

<sup>411</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 402. Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar”.

<sup>412</sup> CRUZ, Gisela Sampaio da. **O problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 316.

o núcleo do dano patrimonial representando, no momento da formulação do pleito indenizatório, a diferença em moeda dos elementos dos direitos que compõem o ativo e daqueles que integram as obrigações listadas no passivo do patrimônio da vítima apurados antes e depois da prática do ilícito<sup>413</sup>.

O lucro cessante, por sua vez, é o reflexo futuro do ato ilícito sobre o patrimônio da vítima, isto é, “a evolução de um fato prejudicial já devidamente verificado”<sup>414</sup>. Trata-se da expressão em moeda dos frutos que teriam sido produzidos como decorrência normal dos fatos, não fosse a atuação do causador do dano<sup>415</sup>.

Sob pena de ser confundido com o dano eventual ou futuro, os lucros cessantes somente serão indenizáveis se (i) decorrerem, de forma direta e imediata, da conduta ilícita ou da inexecução da obrigação, e (ii) consistirem naquilo que razoavelmente se deixou de auferir.

Quanto ao primeiro requisito, a reparação dos lucros cessantes será devida se configurado o nexo causal entre o auferimento futuro de moeda que foi estancado com a conduta ilícita ou aquilo que se deixou de obter (mesmo que antes não se obtivesse) e a conduta ilícita.

A configuração do nexo causal por dizer respeito não só à configuração dos lucros cessantes indenizáveis será objeto de exame mais aprofundado adiante. A razoabilidade, por sua vez, que autoriza a reparação dessa modalidade de dano patrimonial representa o exame de tudo aquilo que o bom-senso diz que o credor lucraria e é apurado segundo um juízo de probabilidade, de acordo com o normal desenrolar dos fatos.

Voltando ao exemplo acima referido, o término do contrato de prestação de serviços de transporte de *commodities* pela companhia de logística imputável às práticas de corrupção conduzidas por seu administrador pode representar perda de receita futura que a companhia viria a auferir com a execução regular do contrato. Esse valor que seria recebido constitui espécie de lucro cessantes, pois decorre do dano atual – extinção da relação contratual – e se

---

<sup>413</sup> "Com relação ao dano emergente, ponderamos que êle diz respeito não somente a uma diminuição do ativo, como também a um aumento do passivo." ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 172. No mesmo sentido, CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 71.

<sup>414</sup> ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 175.

<sup>415</sup> GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Lucros Cessantes: do Bom-Senso ao Postulado Normativo da Razoabilidade**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. No direito inglês, os lucros cessantes costumam ser identificados como *financial harm*, sendo os danos segregados em “*personal, property or financial harm*”. SAMUEL, Geoffrey. **Tort**. Londres: Sweet & Maxwell, 1979, p. 60.

projeta para o futuro. Na definição de tal montante, tal como mencionado, o julgador – o juiz ou o árbitro – deverá levar em consideração aquilo que provavelmente a companhia iria receber a cada conclusão das etapas do contrato de prestação de serviço.

Por outro lado, pense-se na hipótese de uma companhia aberta do setor de *shopping centers*, que desenvolve negócios em diferentes estados brasileiros mediante o controle de diversas unidades deste setor. Um de seus administradores, em conjunto com terceiros, constitui uma nova sociedade, sem relação com a companhia emissora, com o intuito de explorar atividades de terminais de armazenamento de mercadorias – terminais de logística. Supondo-se que tais atividades estivessem englobadas no objeto social da companhia aberta na qual o administrador exercia cargo e supondo-se que, nos termos do artigo 116, parágrafo único, e do artigo 154 da Lei das S.A., tais atividades constituíssem uma oportunidade comercial que a companhia emissora poderia faticamente desenvolver e desempenhar, a configuração da usurpação desta oportunidade pelo administrador pode configurar um dano patrimonial imposto à companhia<sup>416</sup>.

A questão que se coloca é: nesta situação, eventual indenização seria devida a título de danos emergentes – houve desfalque patrimonial? – ou de lucros cessantes – o que se deixou de ganhar decorreu de um dano presente?

Na verdade, a resposta é, *a priori*, não para ambas as questões, uma vez que o que se verificaria é hipótese de “perda de uma chance”. Com efeito, embora o artigo 402 do Código Civil não discipline de forma expressa, doutrina e jurisprudência nacionais têm reconhecido como passível de indenização os danos caracterizados a partir de situação em que, em virtude da conduta de outrem, desaparece a probabilidade de um evento que possibilitaria benefício futuro para a vítima<sup>417</sup>. Sobre o tema, Sérgio Cavalieri Filho esclarece<sup>418</sup>:

Deve-se olhar a chance como a perda da possibilidade de conseguir um resultado ou de se evitar um dano; devem-se valorar as possibilidades que o sujeito tinha de conseguir o resultado para ver se são ou não relevantes

---

<sup>416</sup> Sobre a configuração de oportunidade comercial e o dever de abstenção dos administradores ver o voto do ex-diretor da CVM, Marcos Barbosa Pinto, no Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2008/1815. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2008/1815. Acusados: Edmilson Lessa Neiva, Guido Domenico Ghisolfi José Antonio Laurit, José Veiga Veiga Marcos Toselli, Mossi & Ghisolfi International S.A. e Reinaldo José Kroger. Relator: Diretor Eli Loria. Rio de Janeiro, 28 de abril de 2009.

<sup>417</sup> Vale ressaltar que há divergência na doutrina a respeito da inclusão da perda da chance como hipótese de dano emergente, de lucro cessante ou ainda como uma subespécie autônoma do dano patrimonial. A respeito, ver SAVI, Sérgio. **Responsabilidade Civil por Perda de uma Chance**. São Paulo: Atlas, 2006.

<sup>418</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 75.

para o ordenamento. (...) A indenização, por sua vez, deve ser pela perda da oportunidade de obter uma vantagem e não pela perda da própria vantagem. Há de se fazer a distinção entre o resultado perdido e a possibilidade de consegui-lo. A chance de vitória terá sempre valor menor que a vitória futura, o que refletirá no montante da indenização.

Como se verifica, a perda da chance representa uma hipótese séria e real que, em virtude de concorrer à situação futura esperada, constitui espécie de dano patrimonial<sup>419</sup>.

Transpondo esses ensinamentos do direito civil para a responsabilidade societária, o administrador que venha a impedir tanto a companhia quanto seus acionistas de explorar uma oportunidade comercial, ainda que futura, mas desde que real e atinente à relação societária entre eles existentes, poderá vir a ser chamado a indenizar a perda dessa chance.

Verifica-se, assim, que da conduta do administrador podem derivar: (i) diminuições do valor em moeda dos objetos dos direitos que compõem ativos ou majoração financeira dos elementos das obrigações que integram o passivo, (ii) frustração de uma expectativa de recebimento dos frutos originados do dano materializado no presente, e ainda (iii) impossibilidade de perseguir uma oportunidade que poderia implicar a majoração do ativo ou a redução do passivo da companhia ou dos acionistas.

Essas modalidades de danos, contudo, além dos requisitos já mencionados deverão, nos termos do artigo 403 do Código Civil, ter relação direta e imediata com a conduta ilícita.

### 4.3. DANO DIRETO E DANO INDIRETO

#### 4.3.1. Fundamentos no Direito Civil

Além da certeza e da atualidade, constitui requisito para a reparação do dano, ele decorrer de forma “direta e imediata” da conduta do agente. Em consonância com a disciplina aplicada sob a vigência do Código Civil de 1916, a lei civil em vigor reconhece como indenizáveis somente os danos chamados diretos. A respeito, o artigo 403 da Lei nº

---

<sup>419</sup> Caio Mário da Silva Pereira indica que a perda da chance diferencia-se do dano hipotético ou eventual pelo aspecto da certeza. Além disso, demonstra que o ordenamento somente autorizaria a reparação da “chance perdida [que] tenha algum valor, do qual a vítima se privou”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 58.

10.406/2002 estabelece que “as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual”<sup>420</sup>.

A busca pelo conceito de danos diretos e indiretos na doutrina civilista revela a possibilidade da adoção de três distintos critérios. De acordo com o primeiro, dano direto é o causado diretamente ao patrimônio da vítima, e dano indireto, o dano moral que, mediadamente ou por via indireta, causa danos patrimoniais. Trata-se de entendimento que coloca o dano patrimonial como o núcleo da pretensão reparatória, relegando o dano moral a um segundo plano. Esta conceituação não parece adequada à luz da autonomia do dano moral anteriormente referida.

Um segundo critério para a definição é a relação com o desfalque patrimonial, isto é, haveria dano direto quando ele é efeito imediato da lesão, e indireto, quando é efeito da conexão do fato lesivo com outros fatores. Como exemplo da aplicação deste conceito, a doutrina cita a hipótese de um indivíduo que é atropelado, e, submetido a uma cirurgia, morre em consequência da anestesia. Ou seja, com relação ao atropelamento a morte seria um dano indireto, já quanto à anestesia seria um dano direto<sup>421</sup>.

Por fim, o dano direto também poderia ser identificado como aquele causado diretamente a vítima, sendo o indireto – ou em *ricochete* – o que atinge a terceiros que com a vítima tinham relação<sup>422</sup>.

A diferença entre o segundo e o terceiro critério para qualificar o dano direto e indireto está no foco da análise, isto é, na segunda forma de identificação, há uma única vítima do dano e uma cadeia de fatos concretos que contribuem para a caracterização do dano. Já na terceira, o fato é único, mas são produzidos danos na esfera jurídica de distintas vítimas.

Embora as definições tenham por fundamento situações distintas, em ambas é possível verificar haver desfalques patrimoniais impostos (i) pelo fato que deu origem à cadeia causal que provocou o dano, e (ii) à vítima que, em primeiro plano, sofreu o dano e àquela que, pela via derivada, também foi lesada.

---

<sup>420</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 10.12.2019.

<sup>421</sup> BAPTISTA, Silvio Neves. **Teoria Geral do Dano: de acordo com o Novo Código Civil Brasileiro**. São Paulo: Atlas, 2003, pp. 75-76.

<sup>422</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro: Responsabilidade Civil**. v. 7., 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, pp. 68 e 69.

Com efeito, o dano qualificado como indireto é uma modalidade de dano. Há nele uma diminuição do valor dos elementos integrantes do ativo ou o aumento do valor do objeto das obrigações e dívidas que compõem o passivo do patrimônio da vítima. No entanto, a sua reparação não é autorizada pelo ordenamento jurídico, tendo em vista a não configuração do último pressuposto da responsabilidade civil que será objeto de estudo a seguir: o nexo causal.

A respeito, a doutrina civilista esclarece que “os danos indiretos ou remotos não se excluem, só por isso; em regra, não são indenizáveis, porque deixam de ser efeito necessário, pelo aparecimento de concausas”<sup>423</sup>.

Assim, embora o dano indireto seja dano, afasta-se a obrigação do autor do ato de indenizar aquele que o tenha suportado.

Esta regra é confirmada por suas exceções: o direito civil reconhece algumas situações específicas em que a indenização dos danos indiretos é admitida. Por exemplo, podem as partes, mediante livre manifestação de vontade, acordar que o inadimplemento da obrigação implicará a responsabilidade do devedor também pelos danos indiretos ou remotos<sup>424</sup>. Ademais, o Código Civil, no artigo 948, inciso II, estabelece que a indenização devida pelo autor de homicídio consiste “na prestação de alimentos às pessoas a quem o morto os devia, levando-se em conta a duração provável da vida da vítima”<sup>425</sup>.

Nesta hipótese legal, os beneficiários da pensão alimentícia sofrem um dano – o não recebimento dos alimentos – em decorrência da perda da vida daquele ou daquela a quem se impunha a obrigação de pagamento. Embora os danos dos alimentados sejam indiretos, a lei civil reconhece que, mesmo não configurado o vínculo direto e imediato com a conduta ilícita, a sua reparação é devida<sup>426</sup>.

---

<sup>423</sup> ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, pp. 369-370. No mesmo sentido, "Ao concluir pela irresponsabilidade dos danos indiretos, tanto na esfera contratual quanto na aquiliana, afirmam eles que tal postulado depara fundamento no fato de inexistir um vínculo de causalidade suficiente entre o dano indireto e a culpa do devedor." MONTENEGRO, Antonio Lindbergh C. **Ressarcimento de Danos**. 8. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 11.

<sup>424</sup> ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 181.

<sup>425</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm).

<sup>426</sup> “o caráter de certeza do dano é incontestável. Se o reclamante já era credor de alimentos do defunto ou ferido”. Neste caso, aquele que perde seu crédito de alimentos, “perde então uma certeza, e sofre um dano cuja existência escapa à discussão” MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon; TUNC, André. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. v. 1. Paris: Montchrestien, 1955, n. 277-2.

A partir do exame do exemplo acima, Caio Mário da Silva Pereira identifica na certeza do dano indireto o critério para definir quando ele seria indenizável<sup>427</sup>:

Em linhas gerais, pode-se concluir que é reparável o dano reflexo ou em ricochete, dès que seja certa a repercussão do dano principal, por atingir a pessoa que lhe sofra a repercussão, e esta seja devidamente comprovada.

Parece-nos, contudo, que a certeza do dano indireto não seria elemento capaz de autorizar sua reparação. De fato, em virtude da norma geral positivada no artigo 403 do Código Civil, somente em situações excepcionadas pelos contratantes e pela própria lei é que entendemos admissível impor ao agente a obrigação de reparar além dos danos diretos os indiretos.

Ou seja, apenas nas hipóteses em que o legislador – ou os contratantes – presume o nexo de causalidade, é que seria possível a indenização pelos danos indiretos.

A esse respeito, é importante mencionar que a presunção do nexo de causalidade não significa que tal requisito deixe de ser essencial à configuração da responsabilidade civil e, no caso da Tese, societária. Com efeito, embora o nexo de causalidade – como veremos a seguir – seja um dos elementos da responsabilidade civil, cuja configuração envolve aspectos altamente complexos, não nos parece cabível falar em responsabilidade sem nexo causal.

É inerente à lógica do sistema de responsabilidade que o dever de indenizar seja imposto aquele que deu causa ao dano. Do contrário, teríamos situações em que uma pessoa ou entidade totalmente alheia à situação fática teria que suportar a obrigação de indenizar<sup>428</sup>.

Nesse sentido, faz-se necessário examinar o que seria o nexo de causalidade e quais os requisitos para que ele caracterize determinado dano como passível de indenização.

#### 4.3.2 O Nexo de Causalidade

De um mesmo fato podem decorrer diferentes danos causados a distintas vítimas. Diversas causas podem produzir um dano específico. Diferentes danos, de distintas naturezas (patrimoniais, extrapatrimoniais, emergentes, lucros cessantes, etc.) podem estar ligados a

---

<sup>427</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1992, p. 44.

<sup>428</sup> Vale mencionar que esta é a base elementar da responsabilidade civil. Não se nega que há danos em que, dada a indeterminação dos causadores, têm o custo de repação dividido entre uma generalidade de indivíduos.

um ou a diversos fatos. Nestas diferentes situações, a reparação do dano sofrido pressuporá a configuração do nexo causal<sup>429</sup>.

O nexo de causalidade, requisito necessário de todo dever reparatorio<sup>430</sup>, constitui a ligação entre a conduta do agente e o dano sofrido pela vítima, consistindo na prova de que a lesão ao bem jurídico é a consequência da ação ou omissão do agente.

Embora possa ser definido em três linhas, o nexo causal consiste em uma das questões mais tormentosas da responsabilidade civil. Com efeito, a pesquisa da verdadeira origem do dano nem sempre é fácil, pois, muitas vezes, diferentes causas concorrem para a sua produção ou fatos sucessivos podem ser identificados como causadores do dano<sup>431</sup>. Determinar, de forma precisa, nesta cadeia de causas concorrentes ou sucessivas, aquela à qual se pode efetivamente atribuir a produção do dano, faz com que o nexo de causalidade seja considerado “o mais delicado dos elementos da responsabilidade civil e o mais difícil de ser determinado”<sup>432</sup>.

Estas dificuldades a respeito da comprovação do nexo de causalidade e do estabelecimento de uma relação direta entre a conduta ilícita e a lesão ao bem jurídico tem inclusive feito com que a jurisprudência brasileira relativize, em algumas situações, a exigência de sua prova. Como Anderson Schreiber indica<sup>433</sup>:

O que se vê, em muitos casos, é que os tribunais, muito pelo contrário, se valem da miríade de teorias exatamente para justificar uma escolha subjetiva, e muitas vezes atécnica, da causa do dano. Com efeito, expressões como “causalidade adequada” e “causalidade eficiente” têm sido empregadas, frequentemente, em procedimentos racionais que refletem o uso de outras teorias, como a subteoria da necessariedade. (grifo nosso)

<sup>429</sup> NORONHA, Fernando. O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 14, pp. 54-55, abr./jun., 2003.

<sup>430</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, p. 77, abr./jul., 1981. A doutrina estrangeira manifesta-se neste mesmo sentido: “La relación causal tiende a resolver si las consecuencias dañosas pueden ser imputadas a la acción de sujeto, la cual nos dará la autoría del hecho (...) El análisis de la relación causal debe ser siempre anterior al de la culpabilidad. Es necesario establecer previamente la existencia de la relación causa”. (Tradução livre: A relação causal tende a definir se as consequências danosas podem ser imputadas a ação do sujeito, a qual identificará a autoria do fato. A análise da relação causal deve ser sempre anterior à da culpabilidade. É necessário estabelecer previamente a existência da relação causal). CASO, Rubén H. Compagnucci. **Responsabilidad Civil y Relación de Causalidad** *apud* CRUZ, Gisela Sampaio da. **O problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 23.

<sup>431</sup> ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 327.

<sup>432</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 158.

<sup>433</sup> SCHREIBER, Anderson. Novas Tendências da Responsabilidade Civil Brasileira. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, p. 53, abr./jun., 2005.

Com efeito, as cortes estatais têm se utilizado dos termos que identificam as diferentes teorias a respeito da definição do nexo de causalidade – que estudaremos a seguir –sem observar, muitas vezes, os elementos técnicos que as diferenciam, com o intuito garantista de permitir que a vítima seja sempre indenizada.

Imbuídos de um sentimento de suposta justiça, necessária a assegurar a reparação a toda e qualquer vítima, os tribunais, em diversas oportunidades, adotam presunções de prova do nexo causal, a nosso ver, indevidas.

Esse comportamento dos julgadores, como também referido por Anderson Schreiber, é verificado em outros ordenamentos jurídicos, por exemplo, o francês, no qual alguns tribunais adotaram presunções de nexo em relação a uma causa específica, quando, no caso concreto, seria possível identificar um grupo de causas de cuja atuação adviria o dano e cujos agentes poderiam repartir a obrigação de indenizar<sup>434</sup>.

Esta “erosão no filtro” da responsabilidade civil identificada por Anderson Schreiber<sup>435</sup>, isto é, a criação de presunções acerca do nexo causal para garantir – a todo custo – a reparação do dano, não nos parece o posicionamento que a jurisprudência – ou o intérprete em geral – deveria adotar. Na verdade, o estudo mais aprofundado das teorias que foram desenvolvidas a respeito do nexo de causalidade, a sistematização de suas conclusões em comparação com o disposto no artigo 403 do Código Civil e a fixação de etapas e questionamentos para a definição da causa “direta e imediata” do dano parecem atender a lógica da responsabilidade civil em consagrar o nexo causal como um de seus requisitos essenciais.

#### (a) Condições e causas

---

<sup>434</sup> “D’une façon plus générale les présomptions de causalité, envisagées comme une double exception à la fois au droit commun de la preuve et au mécanisme plus global de la responsabilité civile, ainsi que leur développement plus ou moins clandestin, posent la question de leur insertion dans le domaine de la responsabilité individuelle et des incidences qu’elles peuvent avoir sur des mécanismes traditionnels.” (Tradução livre: De maneira geral, as presunções de causalidade, vista como uma dupla exceção tanto ao direito comum da prova e ao mecanismo geral de responsabilidade civil, bem como o seu desenvolvimento mais ou menos clandestino, resultam no questionamento de sua inclusão no domínio da responsabilidade individual e os impactos que podem ter sobre os mecanismos tradicionais). POTIER, Camille. **Les Présomptions de Causalité**. Paris: Université de Paris I – Pantheon Sorbonne, 1996, p. 7 *apud* SCHREIBER, Anderson. Novas Tendências da Responsabilidade Civil Brasileira. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, p. 55, abr./jun., 2005.

<sup>435</sup> “Deste modo, à semelhança do que ocorreu com a prova da culpa, a prova do nexo causal tende a sofrer, no seu papel de filtro da responsabilidade civil, uma erosão cada vez mais visível”. SCHREIBER, Anderson. Novas Tendências da Responsabilidade Civil Brasileira. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, p. 56, abr./jun., 2005.

De modo geral, as teorias relativas ao nexo de causalidade têm por objetivo identificar, dentre todos os fatos sem os quais o dano não teria sido causado, aqueles que devem ser selecionados como determinantes<sup>436</sup>. Os chamados fatos ou fatores determinantes são designados como causas, os demais, condições, as quais

são todos os fatores que estão na origem de um dano, são todos os elementos sem os quais ele não teria sido produzido, são todas as circunstâncias de que não se pode abstrair, sem mudar o resultado danoso. Causas do dano são apenas aquelas condições consideradas como sendo efetivamente determinantes desse resultado<sup>437</sup>.

Ao definir o que seria causa, o autor não limita a sua identificação a uma única condição determinante. Na verdade, a utilização das palavras no plural no trecho transcrito é um indicativo de que a comprovação do nexo causal pode levar ao reconhecimento de mais de uma causa como originária do dano.

A esse respeito, fazemos referência aos conceitos de causas complementares, causas cumulativas e causas alternativas apresentados pela doutrina<sup>438</sup>.

Causas complementares são identificadas quando duas ou mais causas concorrem para a produção de determinado resultado que, sem a sua conjugação, não teria sido alcançado. Ou seja, nenhuma das concausas teria a aptidão de, isoladamente, produzir o resultado danoso ou não.

Nas hipóteses de causalidade cumulativa, por sua vez, cada causa pode, de forma individual, levar a produção do resultado.

---

<sup>436</sup> "As teorias da causalidade procuram saber, dentre todos os fatores sem os quais um determinado dano não teria ocorrido, quais devem ser selecionados como dele determinantes". SCHREIBER, Anderson. *Novas Tendências da Responsabilidade Civil Brasileira*. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, p. 54, abr./jun., 2005, p. 54.

<sup>437</sup> NORONHA, Fernando. O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 14, p. 55, abr./jun., 2003.

<sup>438</sup> "Verifica-se a ocorrência de causas complementares quando duas ou mais causas concorrem para a produção de um resultado que não teria sido alcançado de forma isolada por nenhuma delas. As causas complementares são também conhecidas como concausas, causalidade conjunta ou comum. Há, portanto, concausas quando o resultado lesivo é decorrência de fatos diversos que, isoladamente não teriam eficácia suficiente para causar o dano. Nas hipóteses de causalidade cumulativa, ao contrário, cada uma das causas teria, de forma isolada, determinado a produção do resultado (...) Por fim, diversa é a situação da causalidade alternativa, quando não é possível definir, com um grau absoluto de certeza, 'qual dos vários participantes em certo acto causou o dano'. Isto é, sabe-se que o agente faz parte de um grupo, mas não se consegue identificar qual foi o membro do grupo que causou o dano". CRUZ, Gisela Sampaio da. **O problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 29-31.

As causas alternativas, por fim, são verificadas em situações nas quais não é possível definir, com precisão, qual dentre as várias causas teria originado o dano<sup>439</sup>.

As causas complementares – ou concausas – e as causas concorrentes podem ocorrer de forma simultânea ou sucessiva. Na primeira hipótese, havendo pluralidade de causas e uma única lesão, estar-se-ia diante de hipótese de responsabilidade solidária pelo dano provocado. Por outro lado, na hipótese de causas sucessivas coloca-se o questionamento sobre a parcela com que cada causa contribuiu para a prática do dano, bem como sobre a possibilidade de a causa superveniente ter rompido o nexo de causalidade existente entre o dano e a causa anterior.

Visando a responder estes questionamentos e também a definir aquilo que, conforme acima referido, identificou-se como “causa determinante”, diferentes autores dedicaram-se ao tema, tendo de seus trabalhos resultado a formulação de distintas teorias. Tendo em vista que o objeto desta Tese não é o estudo do nexo de causalidade em si, independente da pluralidade de formulações doutrinárias, nos abstermos de examinar subteorias e teorias que não tiveram tanta expressividade<sup>440</sup>.

Nesse sentido, a seguir apresentamos os entendimentos doutrinários que contribuíram para a formulação das seguintes teorias: (i) da equivalência dos antecedentes causais; (ii) da causa próxima; (iii) da causa eficiente; (iv) da causa preponderante; (v) da causalidade adequada; e (vi) do dano causal direto e imediato<sup>441</sup>.

#### (b) Teorias sobre o nexo causal

---

<sup>439</sup> COELHO, Francisco Manuel Pereira. **O Problema da Causa Virtual na Responsabilidade Civil**. Coimbra: Almedina, 1998, p. 24.

<sup>440</sup> A respeito não serão examinadas com mais profundidade as teorias da ação humana e a do escopo da norma jurídica violada, bastando, para nosso estudo mencionar que: (i) a teoria da ação humana tem como base o entendimento de que a causalidade natural não tem relevância, sendo o nexo de causalidade definível, na verdade, a partir da vontade do sujeito atuante como força produtora do resultado. Com efeito, diferentemente da teoria da causalidade adequada, exige-se um juízo de valor quanto à possibilidade de produção do resultado, tendo em vista a situação existente no momento da realização da ação. GOLDENBERG, Isidoro H. **La Relación de Causalidade em La Responsabilidad Civil**. Buenos Aires: Astrea, 1984, pp. 31-32; e (ii) a teoria do escopo da norma jurídica violada “se funda no pressuposto de que não é possível individualizar um critério único e válido para se aferir o nexo causal em todas as hipóteses de responsabilidade civil. Propõe-se, então, que o julgador se volte para a função da norma violada, para verificar se o evento danoso recaia em seu âmbito de proteção. Por outras palavras, quando o ilícito consiste na violação de regra imposta com o escopo de evitar a criação de um risco irrazoável, a responsabilidade estende-se somente aos eventos danosos que sejam resultado do risco em consideração do qual a conduta é vedada”. CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 87.

<sup>441</sup> Conforme sistematização apresentada por CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

A teoria da equivalência dos antecedentes causais tem sua elaboração atribuída ao jurista alemão Maximiliano von Buri, que buscava explicar a relação entre fatos e consequências no âmbito do direito penal. Segundo esta teoria, deve ser considerada causa toda condição da qual depende a produção do resultado, independentemente de sua maior ou menor proximidade do dano ou de sua importância. Na verdade, em virtude de todo efeito ser decorrente de uma multiplicidade de condições, sustenta-se que todas as condições são necessárias para a sua produção e, portanto, equivalentes<sup>442</sup>.

Diante disso e considerando os conceitos acima expostos, para a teoria da equivalência das condições, tanto as “causas” quanto as “condições” desempenham a função de concausas.

O exercício que tal teoria propõe para a identificação da causa do dano diz respeito ao exame de uma determinada condição ou de um fato concreto a fim de identificar se, sendo tal condição ou fato suprimido mentalmente, o resultado lesivo desaparecia<sup>443</sup>. Assim, se de alguma maneira o dano dependeu do fato examinado, o agente que o praticou deverá suportar a obrigação de indenizar.

Embora por meio da adoção da teoria da equivalência dos antecedentes causais a operação para identificação do nexo causal seja mais simples e haja maior probabilidade de reparação da lesão, ela impede o reconhecimento de que uma causa superveniente seja capaz de afastar o liame causal entre o dano e um fato passado ou concomitante<sup>444</sup>. A esse respeito, Gisela Sampaio alerta:

A grande oposição que se faz à Teoria da Equivalência dos Antecedentes Causais, todavia, diz respeito ao seu excessivo apego à causalidade natural. Com efeito, ao lado da causalidade natural (física e psíquica), há que se levar em conta os limites objetivos traçados pelo sistema jurídico, sob pena de se chegar a resultados contraditórios. Do contrário, o nexo causal estaria afastado na responsabilidade civil por omissão, pois não impedir um fato

---

<sup>442</sup> “Deve ser considerada causa de um determinado fenômeno a totalidade das forças que, de qualquer maneira, participaram para a produção do mesmo. E isto porque a existência de tal fenômeno fica a depender, de tal modo, de cada uma dessas forças que, pela supressão de uma só delas (ou dessas condições), teríamos, como consequência, a supressão do próprio fenômeno. Por conseguinte, cada condição insuflaria vida à totalidade (ou massa), sem ela inerte, de todas as demais condições, tornando cada condição, pois, causal referente a todas as outras”. SILVA, Wilson Melo da. **Responsabilidade Sem Culpa**. São Paulo: Saraiva, 1974, p. 155.

<sup>443</sup> A respeito, CUPIS, Adriano de. **Il Dano: Teoria Generale Della Responsabilità Civile**. v. 1., 2. ed. Milão: Giuffrè, 1966, pp. 193-194.

<sup>444</sup> Segundo Wilson Melo da Silva “quanto mais se procura remontar a causa primeira do evento, mas se aprofundaria, em verdadeira progressão geométrica, na infinita série de antecedentes causais”. SILVA, Wilson Melo da. **Responsabilidade Sem Culpa**. São Paulo: Saraiva, 1974, p. 122.

danoso que se tem o dever jurídico de evitar, sob o prisma naturalístico, jamais equivaleria a produzi-lo<sup>445</sup>.

Ainda que alguns autores tenham buscado adaptar a teoria da equivalência dos antecedentes causais, a fim de restringir o universo de condições a que se poderia imputar o dano, não se chegou a um critério objetivo que permita a individualização e a identificação das causas a que, de fato, se deva imputar o dever de indenizar.

Em oposição à amplitude das causas decorrente da aplicação da teoria da equivalência dos antecedentes causais, foram desenvolvidas as denominadas teorias individualizadoras.

A primeira delas, a teoria da causa próxima tem como norte interpretativo a proximidade entre o ato e o dano. Tendo como origem o pensamento do filósofo inglês Francis Bacon, a teoria considera como causa a imediata, isto é, o último dos fatos que tenha implicado o dano. Seguindo este raciocínio, não seria necessário remontar à causa mais distante, sendo caracterizada como causa a condição que aparece como derradeira na série de fatos ou atos que poderiam ter gerado o dano<sup>446</sup>.

A redução da identificação da causa a um critério cronológico e à sua relação de proximidade com o dano pode, em algumas oportunidades, representar a responsabilidade do autor do ato ou do fato que não tenha sido aquele que verdadeiramente, ou em que maior grau, contribuiu para o resultado danoso.

Aliás, muitas vezes, há dificuldade em se determinar com precisão a distância temporal entre o ilícito e a produção do dano. Nesse sentido, ao examinar esta teoria, alguns autores ressaltam que, para tornar sua aplicação eficaz, dever-se-ia examinar a proximidade “lógica” e não exclusivamente cronológica entre a causa e o dano<sup>447</sup>.

---

<sup>445</sup> CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 48-49.

<sup>446</sup> “Entre outras tentativas, figura a teoria que, para tal, escolheu a última condição, o que não deixa de ser lógico: se o efeito resulta do conjunto das condições necessárias, estas só têm força causal quando estiverem reunidas, e isso se sucede quando às outras causas se juntar a última condição. Seria esta que daria a todas a força causal”. JORGE, Fernando de Sandy Lopes Pessoa. **Ensaio sobre os Pressupostos da Responsabilidade Civil**. Coimbra: Almedina, 1999, p. 391.

<sup>447</sup> “Así pues, el concepto de inmediatez tiene que poseer un sentido lógico, y no meramente cronológico, por lo cual la imputación que preconiza la teoría que examinamos puede conducirnos a soluciones injustas, por lo que ha sido rechazada por la doctrina en general” (Tradução livre: Assim, o conceito de imediato tem um sentido lógico e não meramente cronológico, por meio do qual a imputação que a teoria que examinamos sustenta pode conduzir a soluções injustas, razão pela qual tem sido rechaçada pela doutrina em geral). MATOZZI, Ignacio de Cuevillas. **La Relación de Causalidad en la Órbita del Derecho de Daños: su Perspectiva desde la Doctrina del Tribunal Supremo**. Valência: Tirant lo Blanch, 2000, p. 87.

Além da teoria da causa próxima, identifica-se as teorias da causa eficiente e a da causa preponderante dentre aquelas que se dedicam ao exame individualista do nexa causal.

A teoria da causa eficiente refuta a definição da causa com base na relação cronológica com o dano, examinando o nexa causal a partir do maior ou menor grau de eficiência da condição em face do efeito danoso.

Esta teoria reconhece que nem todas as condições podem, igualmente, produzir o resultado danoso, sustentando que será imprescindível investigar qual é a condição mais ativa ou mais eficaz à produção da consequência lesiva<sup>448</sup>. Na indicação da causa eficiente, os autores dissentiam quanto ao critério a ser adotado. Na doutrina alemã, alguns prezavam pelo exame quantitativo e outros qualitativo.

De fato, a análise quantitativa das condições que contribuiriam para a produção do resultado danoso representaria a busca por uma identificação da causa que “em maior medida” colaborou na cadeia causal da qual resultou o dano. Por outro lado, o exame qualitativo indicaria a causa eficiente como aquela que “considerando como tal la de mayor eficacia según su calidad intrínseca en el proceso causal, conforme al desenlace normal de los acontecimientos”<sup>449</sup>.

A teoria da causa preponderante, por outro lado, verifica, dentre as condições positivas e negativas na cadeia causal, a que tenha maior possibilidade de provocar a lesão<sup>450</sup>. Gisela Sampaio esclarece que tal teoria estabelece a relação de causalidade considerando que

toda mutação que se produz no mundo fenomênico realiza-se por meio de uma luta de forças contraditórias. O evento danoso, de certa forma, representa a vitória das forças que intentavam modificar a situação preexistente sobre aquelas que se destinavam a conservá-la<sup>451</sup>.

Seguindo adiante no exame das teorias individualistas, a teoria da causalidade adequada parte de uma verificação retrospectiva de probabilidade de relação causal. Ao identificar a causa a que se possa atribuir o resultado danoso, esta teoria busca responder à

<sup>448</sup> CASO, Rubén H. Compagnucci. Responsabilidad Civil y Relación de Causalidad, p. 43. In: CASO, Rubén H. Compagnucci; ZANNONI, Eduardo A.. **Seguros y Responsabilidad Civil**. Buenos Aires: Astrea, 1984, p. 27.

<sup>449</sup> (Tradução livre: considerando como tal a de maior eficácia segundo sua qualidade intrínseca no processo causal, conforme o desenlace norma dos acontecimentos). MATOZZI, Ignacio de Cuevillas. **La Relación de Causalidad en la Órbita del Derecho de Daños: su Perspectiva desde la Doctrina del Tribunal Supremo**. Valência: Tirant lo Blanch, 2000, p. 90.

<sup>450</sup> CASO, Rubén H. Compagnucci. Responsabilidad Civil y Relación de Causalidad, p. 40. In: CASO, Rubén H. Compagnucci; ZANNONI, Eduardo A.. **Seguros y Responsabilidad Civil**. Buenos Aires: Astrea, 1984, p. 27.

<sup>451</sup> CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexa Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005, p. 61.

seguinte questão: a ação ou omissão sob análise seria apta ou adequada a produzir normalmente a consequência lesiva?

Trata-se de um juízo que a doutrina denomina “prognose póstuma”<sup>452</sup>, que consiste no exame de uma probabilidade de fatos passados efetuado sem levar em consideração as peculiaridades do caso concreto. Ou seja, de acordo com esta teoria não basta que o fato faça parte da cadeia de eventos que resultou no dano, é preciso que ele, normal ou regularmente, provoque a mesma consequência lesiva. A esse respeito, vale mencionar a explicação da Agostinho Alvim:

Apreciando certo dano, temos que concluir se o fato que o originou era capaz de lhe dar causa. Mas, pergunta-se, tal relação de causa e efeito existe sempre, em casos dessa natureza, ou existiu nesse caso, por força de circunstâncias especiais? Se existe sempre, diz-se que a causa era adequada a produzir o efeito; se somente uma circunstância acidental explica essa causalidade, diz-se que a causa não era adequada<sup>453</sup>.

Cabe ressaltar que esta verificação do quão adequada seria uma condição é influenciada pela definição daquele que a realiza. Dentre os autores que sustentaram a formulação da teoria da causa adequada, alguns entendiam ser necessário identificar a relação de adequação com base no olhar do causador do dano e outros com fundamento no conhecimento do homem médio<sup>454</sup>.

Veja-se que, além de pressupor um exame em tese da configuração de uma condição como adequada à produção do dano, a teoria sob exame pressuporia também um juízo de valor com base em entendimentos supostamente adotados pela generalidade dos indivíduos. Trata-se, a nosso ver, de um subjetivismo extremado na configuração da causa que deve fundamentar a responsabilidade civil<sup>455</sup>.

---

<sup>452</sup> Segundo Gisela Sampaio “chama-se prognose, porque de certa forma constitui uma tentativa de adivinhar, a partir de um determinado fato, o que pode vir a acontecer como consequência; essa prognose é póstuma ou retrospectiva, porque o exercício é feito depois de já se saber o que efetivamente ocorreu. O observador coloca-se, então, em momento anterior àquele em que o fato ocorreu, na tentativa de verificar se o dano era previsível ou não”. CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005, p. 67.

<sup>453</sup> ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 369.

<sup>454</sup> Conforme refere CRUZ, Gisela Sampaio da. **O problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 198.

<sup>455</sup> CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005, pp. 67-68.

A respeito, vale ressaltar que alguns autores procuraram desenvolver o raciocínio proposto pela teoria da causa adequada, a fim de que, com base em uma visão positiva ou negativa, seja possível determinar com mais precisão o nexo de causalidade para fins da responsabilização do autor do dano.

Nesse sentido, a formulação positiva sustenta que sempre que de determinado fato se possa prever o dano como um resultado normal ou provável, estaria caracterizado o nexo de causalidade<sup>456</sup>.

Por outro lado, de acordo com a vertente negativa, a condição somente não seria considerada causa adequada do dano se a sua presença na cadeia causal se mostrasse indiferente para a produção do resultado lesivo<sup>457</sup>.

Independente de se examinar a adequação da causa com base em uma visão positiva ou negativa, a teoria da causa adequada acaba por gerar imprecisão e insegurança, já que a verificação, despida de aspectos do caso concreto, pode resultar na determinação de nexo de causalidade entre o resultado e uma infinidade de fatos ou atos que integrem a cadeia causal<sup>458</sup>.

Com base nestas teorias, verificamos que o nexo de causalidade foi definido: (i) a partir da exclusão mental de um determinado fato da cadeia causal para verificar o desaparecimento ou não do dano; (ii) com base na proximidade cronológica da condição integrante da cadeia de fatos que podem originar o dano; (iii) na eficiência ou na preponderância da causa para produzir o dano; (iv) em um juízo de probabilidade a respeito de a causa poder, em tese, produzir aquele dano; ou (v) a partir da fixação excludente das causas que sejam insuficientes para a produção do resultado lesivo.

(c) O efeito “direto e imediato” da conduta lesiva

<sup>456</sup> CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 70.

<sup>457</sup> Sobre a diferenciação entre a formulação positiva e negativa, vale mencionar o exemplo trazido por Antunes Varela: “Um indivíduo disparou sobre outro a uma distância tal que, normalmente, mal o poderia ferir; porém, por qualquer circunstância anômala, o projectil atinge mortalmente a vítima. A ama deixa a sua pupila sozinha em casa, por breves momentos. Contra os seus hábitos e contra as advertências da ama, a criança vai para a cozinha, onde sofre um acidente grave. De acordo com a primeira variante da teoria, nem o disparo da arma, nem o abandono da criança, serão considerados como causa adequada do dano, mas já o serão provavelmente de acordo com a segunda”. VARELA, João de Matos Antunes. **Das Obrigações em Geral**. 8. ed. Coimbra: Almedina, 1994, p. 891.

<sup>458</sup> A respeito, Antonio Menezes Cordeiro tece a seguinte crítica: “a fórmula da adequação, se bem se atentar, é pouco explicativa, pois em abstrato, são viáveis as mais diversas causas, tudo dependendo dos dados que se acrescentem”. CORDEIRO, António Menezes. **Da responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais**. Lisboa: LEX, 1997, pp. 533-534.

Nos termos do artigo 403 do Código Civil, o ordenamento brasileiro optou por outra forma de definição do nexo de causalidade, qual seja a verificação do dano como efeito direto e imediato da inexecução da obrigação ou do ato ilícito.

Embora o referido artigo seja objeto de críticas, já que a disciplina do nexo de causalidade teria sido incluída em dispositivo relativo à responsabilidade contratual – e não aquiliana –, em decorrência, dentre outros fatores, da supressão da diferenciação rígida entre essas classificações da responsabilidade civil, prepondera o entendimento de que, no Brasil, causa é aquela a partir da qual o dano decorra de forma direta e imediata.

Como então fixar essa relação “direta e imediata”? Aponta-se, nos estudos desenvolvidos no direito francês, por Dumoulin e Pothier, que a caracterização dessa espécie de vínculo ocorreria quando o evento danoso é efeito **necessário** de determinada causa<sup>459</sup>.

Com base nessa premissa, passa-se a uma segunda questão: como definir a “causa necessária”? A doutrina francesa referida esclarece que necessárias são as causas que rompem o equilíbrio existente entre as outras condições. Agostinho Alvim assim complementava<sup>460</sup>:

Para explicar a teoria do dano direto e imediato nós aceitamos a teoria ou subteoria da necessidade da causa, que procuraremos explicar, formular e defender, de acordo com as considerações que se seguem. Suposto certo dano, considera-se causa dele a que lhe é próxima ou remota, mas, com relação a esta última, é mister que ela se ligue ao dano, diretamente. Ela é causa necessária desse dano, porque a ela ele se filia necessariamente; é causa exclusiva, porque opera por si, dispensadas outras causas. Assim, é indenizável todo o dano que se filia a uma causa, ainda que remota, desde que ela lhe seja causa necessária, por não existir outra que explique o mesmo dano. Quer a lei que o dano seja o efeito direto e imediato da inexecução. Ora a análise destes termos mostra, iniludivelmente, que a lei impõe a existência de um liame entre o inadimplemento da obrigação e o

<sup>459</sup> No Brasil, adotam esse entendimento para a fixação do nexo causal: ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 372; SILVA, Wilson Melo da. **Responsabilidade Sem Culpa**. São Paulo: Saraiva, 1974, p. 129; GOMES, Orlando. **Obrigações**. 18. ed. Rio de Janeiro, Forense, 2016, p. 334; TEPEDINO, Gustavo. Notas Sobre o Nexo de Causalidade. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 6., p. 8, abr./jun., 2001; LOPEZ, Teresa Ancona. **Nexo Causal e Produtos Potencialmente Nocivos: A Experiência do Tabaco Brasileiro**. 2001. Tese (Concurso de Livre Docência da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001. Em sentido oposto, opinando pela prevalência em nosso direito da teoria da causalidade adequada: PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1992, p. 79; DIAS, José de Aguiar. **Da Responsabilidade Civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 315; e CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 61.

<sup>460</sup> ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972, pp. 380-381.

dano, de modo que ao inadimplemento se atribua, com exclusividade, a causa do dano.

Como se verifica, ao transportar o exame do nexa causal para uma relação de necessariedade entre a conduta e a lesão, o intérprete afasta-se de considerações, exclusivamente, a respeito da proximidade temporal entre eles. Com efeito, ainda que haja significativo lapso temporal entre a causa e o dano, se não existir outra causa que explique a produção do dano, ela consistirá no fundamento da responsabilidade civil.

Ainda a respeito, quando se estiver diante de causas sucessivas ou concomitantes, a definição da causa a qual se deva atribuir a responsabilidade pressupõe a verificação de uma das concausas ter sido capaz de romper o liame de necessariedade entre as demais e o dano<sup>461</sup>. Ou seja, segundo a teoria da causa necessária, a definição da causa a qual deva se atribuir a obrigação de indenizar não se refere ao momento em que o fato ocorreu, mas sim à verificação de concausa apta a romper o liame entre as demais condições e o dano.

Cabe ressaltar que a causa necessária não é aquela que isolada e exclusivamente pode provocar o dano. Na verdade, é plenamente possível que duas ou mais causas necessárias concorram para a produção do dano.

Por exemplo, em operação de aumento de capital de companhia aberta, o administrador presta informações falsas em prospecto de oferta de ações e, ao mesmo tempo, realiza pagamentos indevidos para que empresa que realizará a avaliação das ações defina o preço de emissão em montante artificialmente inflado, o que faz com que o acionista que venha a adquirir as ações pague um valor superior ao que realmente deveria dispende para manter sua posição acionária. Veja-se que, no caso, tanto a conduta do administrador em prestar informações falsas quanto a da empresa em fraudar a avaliação contribuem de forma necessária para fazer com que o acionista pague montante a maior na operação de aumento de capital.

Contudo, a qual dos comportamentos deve ser atribuída a obrigação de indenizar? Como visto, é possível que duas condições sejam consideradas como causas do dano. Nesta hipótese, deve-se repartir a obrigação reparatória?

---

<sup>461</sup> “Le dommage est direct toutes les fois que l’on peut affirmer que la faute en a été la condition nécessaire; il cesse de l’être dans l’ecas contraire”. (Tradução livre: o dano será direto sempre que se puder afirmar que o ato tenha sido condição necessária; ele deixa de ser na hipótese contrária). MARTY, Gabriel. La Relation de Cause et Effet comme Condition de la Responsabilité Civile. *Revue Trimestrielle de Droit Civil*, p. 703, 1939.

Visando a examinar o nexa causal para determiná-lo de forma mais objetiva e em consonância com o artigo 403 do Código Civil, propõe-se adotar estrutura de perquirição da causa sugerida por Gustavo Tepedino. O autor propõe que, na hipótese de concausas, a identificação da causa a que se atribua a obrigação de indenizar percorra as etapas a seguir apresentadas<sup>462</sup>.

Em primeiro lugar, deve ser identificado se, no caso sob exame, trata-se de causas sucessivas ou simultâneas, isto é, verificar sua posição dentro da ordem cronológica de eventos. Na hipótese de causas simultâneas, o autor recorre a um juízo de preponderância:

Se todas as causas são diretas, evidenciando-se, pois o vínculo de necessariedade de todas elas em relação ao dano, procedendo-se em seguida à valoração da preponderância, de modo a excluir algumas delas, ou à repartição do dever de indenizar entre os seus responsáveis, quando não se é possível estabelecer a preponderância<sup>463</sup>.

Como se verifica, nas causas simultâneas reconhece-se a necessariedade de mais de uma delas à produção do dano – como no exemplo acima, as informações prestadas pelos administradores e a fraude realizada pela empresa avaliadora. No entanto, para que seja determinada a proporção da obrigação de indenizar a cada um dos agentes causadores do dano, recorre-se ao exame de preponderância da causa.

Com feito, a análise de preponderância sugerida por Gustavo Tepedino tem por fim auxiliar a definição de a qual causa se deve atribuir maior parcela da obrigação indenizatória.

Assim, verificado que todas as causas foram necessárias à produção do dano, pode haver uma que, de forma mais significativa, contribui para que ele tenha ocorrido, de modo que ao autor desta causa deve ser atribuída parte maior da indenização a ser paga à vítima. Ou seja, trata-se de um critério de repartição da obrigação de indenizar entre aqueles em relação aos quais se tenha imputado a responsabilidade.

Por outro lado, na hipótese de causas sucessivas, deve-se questionar: “há necessariedade entre o conjunto de causas e o evento danoso?”. Caso a resposta seja não, somente à causa cuja necessariedade tenha sido reconhecida é que se atribuirá o liame apto

---

<sup>462</sup> TEPEDINO, Gustavo. Notas Sobre o Nexa de Causalidade. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 6., p. 17, abr./jun., 2001. O raciocínio é também reproduzido em TEPEDINO, Gustavo. Nexa de causalidade: conceito, teorias e aplicação na jurisprudência brasileira. *In*: RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz; MAMEDE, Gladston; ROCHA, Maria Vital da. (org.). Responsabilidade Civil Contemporânea. São Paulo: Atlas, p. 114, 2011.

<sup>463</sup> TEPEDINO, Gustavo. Notas Sobre o Nexa de Causalidade. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 6., p. 18, abr./jun., 2001.

a respaldar os pedidos indenizatórios<sup>464</sup>. Na hipótese de resposta positiva, passa-se a uma terceira questão, relativa à preponderância de uma ou algumas causas indiretas<sup>465</sup>.

Ou seja, mesmo na hipótese de causas sucessivas, é possível que a causa superveniente não rompa o nexo entre a causa anterior e o dano, de modo que ambas sejam consideradas concausas e, portanto, os agentes que praticaram devam ser responsabilizados.

Como se verifica, o exame da necessariedade, no raciocínio desenvolvido por Gustavo Tepedino, é o que determina a quais causas se pode atribuir a responsabilidade civil. Definido que diversas causas foram necessárias ao dano, a análise da preponderância entre elas constitui o critério para a repartição da obrigação de indenizar.

Retornando ao exemplo anterior: concluímos que tanto a conduta do administrador, ao prestar falsas informações, e da empresa, ao fraudar a avaliação, foram necessárias ao dano causado ao acionista que, ao adquirir as ações, pagou preço superior ao que a elas deveria ser conferido. No entanto, para determinar se administrador e empresa avaliadora deverão indenizar o acionista na mesma proporção, deve-se verificar se há relação de preponderância a estas causas.

Neste ponto, há de se ter muita cautela: é muito difícil determinar o que o adquirente das ações pensava ou considerava ao realizar a operação de compra. Isto é, trata-se de prova complexa a de definir se o mais importante – isto é, aquilo que determinou a compra a valor maior – para o adquirente foram as informações prestadas pelo administrador ou a avaliação que, posteriormente, apurou-se falsa.

Diante disso, deve-se demonstrar a preponderância com elementos concretos e não sob um olhar hipotético daquilo que teria sido levado em consideração pela vítima. Por exemplo, ao analisar o laudo de avaliação que definiu o preço de emissão, quais as premissas que a empresa avaliadora indicou em seu laudo? As informações falsas prestadas pelo administrador foram refletidas no laudo de avaliação? A empresa avaliadora as colocou

---

<sup>464</sup> “Situação inteiramente diversa se configura quando a multiplicidade de causas é sucessiva, ou seja, quando uma delas constitui causa direta do dano, ganhando autonomia em relação às mais remotas. Ao contrário do cenário delineado na concomitância de causas, aqui as diversas causas aparecem sucessivamente na linha do tempo, de tal modo que o dano surge após o encadeamento de fatos cronologicamente distintos. Snedo, portanto, sucessivas, deve-se analisar se há necessariedade entre a causa a que se pretende atribuir o dever de reparar e o evento danoso. Se não houver, exclui-se o dever de indenizar”. TEPEDINO, Gustavo. Nexos de causalidade: conceito, teorias e aplicação na jurisprudência brasileira. *In*: RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz; MAMEDE, Gladston; ROCHA, Maria Vital da. (org.). Responsabilidade Civil Contemporânea. São Paulo: Atlas, p. 115, 2011.

<sup>465</sup> TEPEDINO, Gustavo. Notas Sobre o Nexos de Causalidade. *Revista Trimestral de Direito Civil*, Rio de Janeiro, v. 6., p. 19, abr./jun., 2001.

como bases norteadoras de seu trabalho? Dentro do escopo dos negócios que a companhia emissora se propunha a desenvolver, as informações falsas estavam a eles diretamente relacionadas?

Estes e outros questionamentos, a depender de cada caso concreto, permitem uma objetivação na repartição da obrigação indenizatória entre os responsáveis pelas concausas que tenham determinado o dano.

Com base neste raciocínio, consideramos que o exame do nexo causal e a definição de a qual causa deve-se atribuir a obrigação de indenizar pressupõem a verificação de existência de uma relação de necessariedade entre o dano e a causa que o supostamente lhe originou. Além disso, na hipótese de duas ou mais concausas necessárias deve-se identificar eventual preponderância entre elas, mediante a formulação de questionamentos objetivos, a fim de determinar se o pagamento da verba indenizatória será efetuado de forma igualitária ou dividida.

Apresentada essa proposta do exame do nexo causal, fundamentada na necessariedade da causa e na preponderância para a repartição da obrigação de indenizar, deve-se examinar se ela é compatível com o entendimento doutrinário e jurisprudencial no âmbito das sociedades anônimas. Ou seja, o raciocínio desenvolvido a partir das normas e teorias de direito civil deve ser transportado para a esfera da Lei das S.A., a fim de verificar e delimitar os pressupostos de aplicação da responsabilidade dos administradores.

### **4.3.3. Definição de Danos Diretos e Indiretos à Luz da Disciplina Societária**

#### *4.3.3.1. Aspectos Introdutórios*

Conforme tivemos oportunidade de anteriormente analisar, o artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 disciplinou a ação de responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas, fixando a legitimidade para a sua propositura com base na espécie de dano causado.

No *caput* do referido artigo é estabelecida a legitimidade ordinária da companhia, a qual, mediante prévia deliberação de sua assembleia geral, poderá propor ação visando à reparação de danos causados pelos administradores ao patrimônio social. Ainda em referência à reconstituição do patrimônio da companhia, os § 3º e § 4º do mesmo artigo conferem legitimidade aos acionistas para a propositura das chamadas ações derivadas.

A primeira hipótese refere-se à situação em que assembleia geral delibera pela apresentação da pretensão indenizatória em face do administrador, mas, ultrapassados 3 (três) meses, a ação judicial ou o procedimento arbitral ainda não foram iniciados. Neste caso, qualquer acionista poderá adotar as providências necessárias e propor, em nome da companhia, e com o intuito de recuperar o patrimônio social, a ação de responsabilidade contra o administrador.

Já no caso do § 4º do artigo 159 da Lei das S.A., tendo a assembleia geral rejeitado a propositura da ação indenizatória em face do administrador, acionistas titulares de 5% (cinco por cento) do capital social – ações ordinárias ou preferenciais – poderão iniciá-la<sup>466</sup>.

Além dessas três modalidades de ação de responsabilidade, o § 7º do artigo 159 da Lei das S.A. reconhece o direito de o acionista propor – direta e individualmente – medidas visando à obtenção de indenização em face do administrador, quando de seus atos tenham advindo danos diretos a seu patrimônio individual.

Como se verifica, o artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 estabelece regras relativas à legitimidade e aos procedimentos que devem ser adotados para a propositura da ação de responsabilidade contra o administrador buscando a reparação do patrimônio social, bem como reconhece que a eventual indenização que seja devida à companhia não se confunde com a reparação que se pode imputar ao administrador caso ele cause danos diretos ao patrimônio do acionista.

Embora já tenhamos exposto que o conceito de patrimônio a ser considerado para fins da definição dos danos que afetam o patrimônio da companhia e daqueles que desfalcam o do acionista deve ser o financeiro, e que os danos diretos e indiretos são espécies de danos, mas que, à luz requisito do nexo de causalidade, o direito somente autoriza a indenização dos danos diretos, é fundamental verificar se a lei societária positivou uma ordem lógica quanto às obrigações reparatórias dos administradores, se criou uma disciplina específica para a reparação dos danos causados pelos administradores à companhia aberta e aos

---

<sup>466</sup> A CVM, no âmbito do edital da audiência pública SDM nº 07/2019, propôs dividir as companhias em cinco faixas, com base no valor de seu capital social, para determinação da porcentagem mínima de participação acionária necessária à propositura de ação derivada contra os administradores. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM nº 07/2019**. Visa a discutir a minuta de instrução que fixa escala reduzindo, em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias à propositura da ação derivada contra os administradores e sobre a sociedade controladora, sem a prestação de caução. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2019/sdm0719.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0719.html). Acesso em: 10.12.2019.

acionistas e, ainda, se permite alguma exceção ou aplicação diferenciadas das normas por ela consagrada.

Nesse sentido, examinaremos, a seguir, entendimentos extraídos dos estudos de autores estrangeiros em cujos sistemas há o reconhecimento da reparabilidade diferenciada em decorrência de terem os danos sido sofridos pela companhia ou pelos acionistas, bem como a posição de autores brasileiros que examinaram a questão dos danos diretos e indiretos para fins da aplicação da responsabilidade societária dos administradores. Além disso, serão analisados exemplos citados pela doutrina de situações em que podem ser caracterizados danos à companhia e aos acionistas. Por fim, serão examinados pronunciamentos da jurisprudência brasileira, especialmente do Superior Tribunal de Justiça, sobre a configuração dos danos diretos e indiretos à luz da disciplina da responsabilidade dos administradores de companhias abertas.

#### *4.3.3.2 Manifestações da Doutrina*

De início, vale mencionar entendimentos da doutrina internacional a respeito de situações semelhantes à prevista na Lei das S.A.. Como tivemos oportunidade de referir no Capítulo 2, alguns ordenamentos jurídicos reconhecem que atos praticados pelos administradores podem causar lesões distintas à companhia e a seus acionistas, resguardando a utilização de remédios próprios para salvaguardar o patrimônio de cada um deles.

Com efeito, as ordens jurídicas, a partir da personalidade jurídica distinta reconhecida à companhia e da existência da ação como liame que institui relações entre a companhia e seus acionistas, reconhecem que algumas premissas, ou normas-base, devem ser estabelecidas quanto à atribuição do direito de indenizar tanto à companhia quanto aos acionistas.

Trata-se da consagração do princípio de que os acionistas, de forma autônoma e no exercício de legitimidade ordinária, só podem recuperar danos que lhes tenham sido causados pelo administrador de forma direta. Os prejuízos indiretos, eis que fundamentados na titularidade da ação e naqueles suportados pela companhia, serão ressarcidos mediante a recomposição do patrimônio da sociedade.

##### (i) Doutrina Internacional

Ao examinar os efeitos de determinado ato de administrador em relação à companhia e aos acionistas, Henri e León Mazeaud explicavam o conceito de “prejuízo indireto” sofrido pelo acionista com base na constatação de que o dano suportado pela companhia faz com que cada acionista veja diminuir o seu próprio direito sobre o patrimônio social. Este dano, na visão dos autores, é o mesmo sofrido pelo grupo de acionistas. Ou seja, “ele atinge o sócio como parte do grupo e na proporção de sua participação. O sócio não é atingido como indivíduo, mas como parte do grupo”<sup>467</sup>.

Observa-se na obra de William Fletcher orientação semelhante que deveria ser aplicada no direito norte-americano. O autor sustenta que o dano direto ao acionista é adicional ao sofrido pela sociedade e não é o mesmo para qualquer outro acionista. Diante disso, o dano indireto seria aquele sofrido pelo acionista em posição de igualdade aos demais titulares de ações<sup>468</sup>.

Ainda no âmbito do direito anglo-saxão, mas no ordenamento britânico, Gower e Davies explicam a questão a partir dos deveres do administrador para com a companhia e em relação aos acionistas. Segundo os autores, tais deveres, na maior parte dos casos, devem ser cumpridos pelos administradores perante a companhia. Na verdade, muitos poucos seriam os deveres e as obrigações a serem desempenhados pelo administrador em face do acionista. A respeito, os autores identificam como exemplos típicos desta última situação os deveres que decorrem da obrigação de o administrador aconselhar os acionistas – como se verifica em operações de fusões e aquisições – ou da prática de atos em relação ao exercício de direitos dos acionistas relativos à titularidade de ações<sup>469</sup>.

<sup>467</sup> MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon; TUNC, André. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. t. 2., 2. ed. Paris: Librairie de Recueil Sirey, 1934, *apud* PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedades por Ações**. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1973, n. 974.

<sup>468</sup> FLETCHER, William. **Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporation**. Chicago: West Group, 1954-06, § 1.282.

<sup>469</sup> “First, the range of rights owed by directors to shareholders personally is limited. We saw in the previous chapter that the general duties of directors are only rarely owed to individual shareholders rather than to the company. In addition, the shareholder may have rights against a director under the general law. In either case, the typical situation in which to find duties owed by the directors to shareholders individually is where the directors give advice to the shareholders or otherwise take action in relation to the exercise by the shareholders of the rights attached to their shares, including the sale of the shares”. (Tradução livre: Primeiramente, o conjunto de direitos que devem ser pessoalmente exercidos pelos conselheiros perante os acionistas é limitado. Vimos no capítulo anterior que as obrigações gerais dos conselheiros raramente são devidas aos acionistas individualmente, mas sim à empresa. Além disso, os acionistas podem ter direitos a serem exercidos contra conselheiros de acordo com a lei geral. Em qualquer caso, a situação típica na qual os conselheiros devem obrigações aos acionistas em caráter pessoal é quando os conselheiros aconselham os acionistas ou tomam outra ação com relação ao exercício pelos acionistas dos direitos atribuídos às suas ações, inclusive a venda das ações.). GOWER, L. C. B.; DAVIES, P. L. **Principles of Modern Company Law**. 9. ed. London: Sweet & Maxwell, 2012, p. 662-666.

Embora admitam haver situações – ainda que excepcionais – em que os deveres dos administradores podem fundamentar reclamações indenizatórias tanto da companhia quanto dos acionistas, os autores reconhecem que os pleitos reparatórios individuais dos acionistas são restringidos pelo princípio do “no reflective loss”<sup>470</sup>. Ou seja, o direito de o acionista buscar eventual indenização por prejuízo que o administrador lhe tenha causado fica limitado pela sua pretensão de não estar “imitando” os danos causados à companhia<sup>471</sup>.

A esse respeito, Gower e Davies fazem referência aos precedentes das cortes inglesas, que mantêm a orientação sobre a não reparabilidade dos danos reflexos.

O primeiro deles é a decisão proferida no caso *Prudential Assurance Co Ltd v Newman Industries Ltd (nº 2)*<sup>472</sup>. Na hipótese, os diretores, em infração aos deveres que deveriam observar em face da companhia, alienaram ativos sociais a um terceiro, em montante inferior ao que seria recebido em transações semelhantes realizadas no mercado, tendo obtido a concordância dos acionistas para a operação mediante convocação de assembleia geral fundamentada em veiculação de informação enganosa. A Corte de Apelação inglesa considerou que o direito individual dos acionistas de terem indenizadas as perdas patrimoniais por eles sofridas não deveria ser reconhecido, uma vez que o prejuízo por eles suportado consistia na diminuição do valor de suas ações, o qual seria um mero

<sup>470</sup> “Reflective Loss” poderia ser definido como “is one that merely reflects the loss of the company resulting from the (wrongful) behaviour of a third party. In other words, it is a decrease in the value of the share that corresponds to the diminution in the value of the company”. (Tradução livre: a perda que simplesmente reflete a perda da companhia em virtude de ato (ilícito) de um terceiro. Em outras palavras, é a redução do valor da ação que corresponde à diminuição do valor da empresa). JONG, Bas J. de. Shareholders’s Claims for Reflective Loss: A Comparative Legal Analysis. **European Business Organization Law Review**, v. 14, Issue 1., pp. 97-118, mar., 2013.

<sup>471</sup> “Secondly, where the shareholder and the company have rights, against the director arising out of the same set of facts, the shareholder's damages in the personal claim may be restricted by the “no reflective loss” principle, which we consider here. The no reflective loss rule applies whether or not a derivative claim is available to enforce the company’s rights and whether or not the shareholder chooses to bring a derivative claim against the director as well as a personal claim. What is required to trigger the principle is that both the company and the shareholder should have a claim against the directors arising out of the same set of facts, and part or all of the shareholder's loss can be seen as mimicking the loss caused by the directors to the company”. (Tradução livre: Em segundo lugar, caso o acionista e a empresa tenham direitos contra o conselheiro em virtude do mesmo conjunto de fatos, a indenização do acionista na sua reivindicação pessoal poderá ser barrada pelo princípio de ‘ausência de perda reflexiva’, que consideramos aqui. A regra da ausência de perda reflexiva se aplica independentemente de existir ação por substituição derivada disponível ao exercício dos direitos da empresa independentemente da escolha por parte do acionista de mover uma ação por substituição derivada e uma ação pessoal em face do conselheiro. Para a aplicação desse princípio, é necessário que tanto a empresa quanto o acionista tenham uma reivindicação em face dos conselheiros oriunda do mesmo conjunto de fatos e que parte ou a totalidade da perda sofrida pelo acionista possa ser vista como reflexo da perda ocasionada pelos conselheiros à empresa.) GOWER, L. C. B.; DAVIES, P. L. **Principles of Modern Company Law**. 9. ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2012, pp. 662-666.

<sup>472</sup> INGLATERRA E PAÍS DE GALES. Corte de Apelação. *Prudential Assurance Co Ltd v Newman Industries Ltd (nº 2)*. Londres, 1982.

reflexo das perdas infringidas ao patrimônio da companhia pela venda dos ativos em valor inferior ao devido.

Gower e Davies mencionam ainda o precedente da *House of Lords* no caso *Johnson v Gore Wood & Co.*, o qual, confirmou a estrutura do sistema de reparação inglês que impede que a recuperação pelos acionistas dos danos sofridos de forma reflexa. Nesse sentido, os autores fazem referência ao entendimento exarado pelo Lord Bingham, segundo o qual:

- (1) Where a company suffers loss caused by a breach of duty owed to it, only the company may sue in respect of that loss. No action lies at the suit of a shareholder suing in that capacity and no other to make good a diminution in the value of the shareholder's shareholding where that merely reflects the loss suffered by the company. A claim will not lie by a shareholder to make good a loss which would be made good if the company's assets were replenished through action against the party responsible for the loss, even if the company, acting through its constitutional organs, has declined or failed to make good that loss.
- (2) Where a company suffers loss but has no cause of action to sue to recover that loss, the shareholder in the company may sue in respect of it (if the shareholder has a cause of action to do so), even though the loss is in diminution in the value of the shareholding.
- (3) Where a company suffers loss caused by a breach of duty to it, and a shareholder suffers a loss separate and distinct from that suffered by the company caused by breach of a duty independently owed to the shareholder, each may sue to recover the loss caused to it by breach of the duty owed to it but neither may recover loss caused to the other by breach of the duty owed to that other<sup>473</sup>.

Como se verifica, o direito inglês reconhece que a legitimidade da companhia e dos acionistas para a propositura de ação indenizatória contra o administrador pressupõe a

---

<sup>473</sup> INGLATERRA E PAÍS DE GALES. House of Lords. *Johnson v. Gore Wood & Co.* Londres, 14 de dezembro de 2000. (Tradução livre: (1) Quando a companhia sofre uma perda causada pelo descumprimento de dever que se tenha para com ela, somente a companhia pode propor ação em relação a tal perda. Nenhum direito deve ser reconhecido ao acionista ao propor a ação nesta capacidade e nenhum outro para compensar a diminuição no valor da participação acionária, quando esta apenas reflète a perda sofrida pela companhia. O direito de reclamar a perda não é reconhecido ao acionista para recuperar a perda na hipótese de ela ser recuperada se os ativos da companhia fossem recomposto pela propositura de ação contra a parte responsável pelo ano, ainda que a companhia, agindo por meio de seus órgãos, tenha aberto mão ou falhado em recuperar a referida perda. (2) Quando a companhia sofre uma perda, mas não tem o direito de ação para recuperar tal perda, o acionista pode propor a ação (caso lhe seja reconhecido o direito de ação para tanto), ainda que a perda diga respeito à diminuição do valor da participação acionária. (3) Quando a companhia sofre uma perda causada pelo descumprimento de dever que se tenha para com ela, e o acionista sofre uma perda separada e distinta daquela sofrida pela companhia, causada pelo descumprimento de dever que tenha que ser, independentemente, observado em face dele, cada um pode propor a ação para recuperar a perda que lhes tenha sido causada pelo descumprimento do dever a ser cumprido em face de cada um, mas não podem pleitear a reparação das perdas causadas ao outro).

verificação de a quem os deveres descumpridos eram dirigidos, bem como do titular do patrimônio ao qual o dano tenha sido imposto<sup>474</sup>.

Retornando ao direito continental europeu, Catarina Pires Cordeiro, ao examinar o disposto no artigo 79 do Código das Sociedades Comerciais Portugueses<sup>475</sup>, esclarece que a doutrina majoritária – incluindo Raúl Ventura, Brito Correia, Menezes Cordeiro e Coutinho de Abreu – entende que a ação individual do acionista só pode se basear em prejuízos causados “em termos que não são intermediados ou interferidos pela presença da sociedade”. Para a autora, no entanto, a distinção entre a ação social e individual não estaria fundamentada na caracterização do dano, o qual restringiria o ressarcimento para os casos em que a desvantagem é produzida na esfera jurídica do acionista, sem intermediação da companhia. Segundo Catarina Pires Cordeiro, “se os sócios sofrem prejuízos, caberá apurar responsabilidades, independentemente das vicissitudes produzidas no património social”<sup>476</sup>.

Com base nesta premissa, a autora esclarece que os danos diretos aos acionistas poderiam resultar da violação de direitos sociais ou da extinção ou diminuição do valor de mercado das ações por eles detidas. Na primeira hipótese, seriam afetados direitos “mediatamente” pecuniários, como participação na assembleia geral e direito à informação, e, na segunda, direitos de conteúdo primariamente pecuniário<sup>477</sup>.

Catarina Pires Cordeiro conclui seu posicionamento indicando que

---

<sup>474</sup> Vale ressaltar que, segundo o exame realizado pela doutrina britânica, o conceito de reflective loss não é exatamente o mesmo daquele desenvolvido pela lei civil brasileira. Com efeito, de acordo com Giora Shapira, “a shareholder can sue in respect of a loss suffered by the company provided that: (a) the shareholder has a personal cause of action, distinct from that of the company, and (b) that the personal loss suffered by the shareholder is consequential to the loss suffered by the company reflective of it (and not too remote)”. (Tradução livre: um acionista pode propor ação para recuperar a perda sofrida pela companhia, desde que (a) o acionista tenha direito pessoal de ação, distinto do da companhia, e (b) a perda individual sofrida pelo acionista seja consequência da perda sofrida pela companhia em decorrência dela (e não tão remota)). 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**, n. 1, v. 37, p. 152, spring, 2003. Este conceito de dano ao acionista como consequência daquele sofrido pela companhia poderia, à luz da norma contida no artigo 159 da Lei das S.A., não dar margem à sua reparação no ordenamento jurídico brasileiro.

<sup>475</sup> PORTUGAL. Decreto Lei nº 262/86 de 02 de setembro de 1986. Aprova o Código das Sociedades Comerciais. Disponível em: <https://dre.pt/legislacao-consolidada/-/lc/34443975/view>. Acesso em: 10.12.2019.

“Artigo 79. 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.”.

<sup>476</sup> CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. **Revista O Direito**, ano 137, v. I, p. 92, 2005.

<sup>477</sup> CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. **Revista O Direito**, ano 137, v. I, p. 114, 2005.

só em hipóteses restritas, em que o titular do órgão tenha agido com dolo ou, em certos casos, com negligência grave e violado deveres específicos que, dirigidos à sociedade, protejam a esfera patrimonial dos sócios, é que ao administrador poderá ser exigido o dever de indenizar por danos causados a acionistas no exercício de suas funções<sup>478</sup>.

## (ii) Doutrina Brasileira

No Brasil, sob a égide do Decreto-Lei nº 2.627/1940, Trajano de Miranda Valverde identificava como elemento caracterizador do dano à companhia a lesão ao equilíbrio ou à harmonia dentro da organização<sup>479</sup>.

Sampaio de Lacerda, por sua vez, diferenciava a legitimidade para a propositura da ação social e da ação individual a partir do interesse a ser recomposto. Com efeito, na ação social, *ut singuli* ou *ut universi*, o fundamento para o pleito indenizatório encontrar-se-ia na salvaguarda dos interesses da coletividade societária e no reestabelecimento da ordem geral da companhia. Por outro lado, na hipótese de dano causado diretamente ao acionista, a ação que por ele viesse a ser iniciada contra o administrador estaria baseada nos seus interesses individuais. A esse respeito, o autor reconhece que é plenamente possível que a lesão ao acionista possa interessar a mais de um deles ou a todos os integrantes de uma mesma classe. Nesta situação, no entanto, para que se resguarde o direito de reparação do patrimônio de cada um dos acionistas, o interesse atingido deve ser o de cada um deles, os quais não se confundem com “os interesses coletivos propriamente ditos”<sup>480</sup>.

Fran Martins reconhecia que diferentes fatos podem ser alegados contra o administrador, podendo alguns causar prejuízos diretamente ao acionista e outros ao patrimônio da sociedade anônima. O autor salienta que a mera atribuição de uma gestão “desastrosa” ao administrador ou o reconhecimento de que ele age “sem dar satisfação a ninguém” não seriam suficientes para identificar o dano sofrido diretamente pelo acionista. Segundo o autor expõe, poder-se-ia afastar o dano direto ao acionista e configurar o dano à companhia, fundamentando a ação social, se comprovado “que na administração do diretor

<sup>478</sup> CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. **Revista O Direito**, ano 137, v. I, p. 115, 2005.

<sup>479</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por Ações: Comentários ao Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de Setembro de 1940**. v. II. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1941, p. 390.

<sup>480</sup> LACERDA, J. C. Sampaio de. **Manual das Sociedades por Ações**. v. 3., 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 91

desapareceram objetos pertencentes à sociedade ou foram praticados atos afetando o patrimônio social”<sup>481</sup>.

José Alexandre Tavares Guerreiro indica que a ação individual tem como base o prejuízo sofrido pelo acionista em decorrência desta sua qualificação<sup>482</sup>. Ainda que, por conta da diferenciação que decorre da personalidade jurídica própria à companhia, o acionista possa ser considerado como um terceiro em relação a ela, o dano a ele causado é caracterizado a partir da lesão a direitos do acionista enquanto partícipe da comunidade acionária.

Ou seja, a ação individual não visaria a resguardar o direito do acionista de obter reparação contra o administrador em virtude de relação contratual que tenha com a companhia – por exemplo, por ser um fornecedor da companhia e o administrador ter celebrado com ele contrato valendo-se, de forma abusiva, dos poderes que seu cargo lhe atribui<sup>483</sup>. Na verdade, sua pretensão reparatória está fundamentada na sua qualidade de acionista.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães identifica o dano à companhia como aquele que, de fato, afeta o patrimônio social. Desta espécie de dano decorreriam danos indiretos aos acionistas que não se confundem com a lesão imposta de forma direta a seu patrimônio. Com efeito, tanto no dano direto quanto no indireto, o acionista sofreria perdas em seu patrimônio individual. Todavia, eles seriam distintos e dariam razão à propositura de distintas ações, porque os danos indiretos decorrem daqueles suportados pela sociedade e atingem de forma coletiva os acionistas, considerados como membros da entidade, na proporção abstrata de suas respectivas participações no capital social. Nesse sentido, Leães conclui:

Daí porque se conclui que a reparação do chamado "prejuízo indireto" ou "em ricochete", experimentado pelo acionista individualmente considerado, somente poderia dar-se através do exercício da ação social, em suas variadas versões. Assim, em ocorrendo um "prejuízo indireto" no acionista, indireta também deverá ser a sua reparação, mercê da recomposição do patrimônio da companhia por força de uma medida coletiva. Aí, uma vez reconstituído o patrimônio da sociedade mediante a ação social, reparar-se-ia indiretamente o dano sofrido pelos acionistas, em suas individualidades, com a recomposição reflexa de seus patrimônios

---

<sup>481</sup> MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comercio**. 13. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1988, p. 152.

<sup>482</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 42, ano XX, p. 83, 1981.

<sup>483</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 42, ano XX, p. 83, 1981.

personais. Ou seja, com a restauração do patrimônio social, recompõe-se ipso facto o valor de suas participações pessoais<sup>484</sup>.

Fábio Ulhoa Coelho, por sua vez, tem como ponto de partida o olhar do acionista. O autor define o dano causado ao acionista de forma indireta como aqueles que “dizem respeito, inicialmente, ao patrimônio da pessoa jurídica e podem afetar a mera perspectiva de recebimento de dividendos ou de outras participações nos resultados da empresa”<sup>485</sup>. Com base nessa perspectiva, os danos indiretos ao acionista e, portanto, os danos causados de forma direta à companhia, consistiriam em mutações patrimoniais negativas por ela sofridas, que poderiam reduzir o montante dos dividendos a serem distribuídos aos acionistas e o valor de mercado das ações por eles detidas.

Por outro lado, os danos diretos que poderiam ser sofridos pelos acionistas diriam respeito a mutações que recaem sobre seu patrimônio pessoal, neste incluídos as ações e os demais valores mobiliários de que seja titular. A esse respeito, cita como exemplo a situação de acionista que perde dinheiro ao negociar ações com administrador que era titular de informação privilegiada que deveria ter sido amplamente divulgada ao mercado antes da negociação<sup>486</sup>.

Nelson Eizirik, em comentário ao artigo 159 da Lei nº 6.404/1976, examina os danos causados à companhia e aos acionistas quando trata das ações derivadas previstas nos § 3º e § 4º de tal artigo. O autor esclarece que os danos sociais, tanto objeto da ação prevista no *caput* quanto nos referidos parágrafos, são aqueles impostos à companhia. No entanto, tais danos refletem interesses indiretos dos acionistas – identificados como danos indiretos – “consistente na sua quota parte do patrimônio social”<sup>487</sup>.

Luciano Fialho Pinho, em monografia sobre o tema, diferencia o dano suportado pela companhia e o dano individual sofrido pelo acionista a partir da relação jurídica que envolva ou não o acionista e a sociedade, tanto do ponto de vista de direito material como de direito processual. Segundo ele, seria necessário um liame entre o sujeito da relação jurídica de direito material e o sujeito da relação de direito processual para que se perceba a

---

<sup>484</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 50, jul./set., 2016.

<sup>485</sup> 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, pp. 195-196.

<sup>486</sup> 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, pp. 195-196.

<sup>487</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 188.

natureza do dano. Ou seja, ao se examinar o fato e as consequências para o patrimônio do acionista, dever-se-ia mentalmente excluir a companhia para verificar a manutenção do dano, hipótese na qual restaria configurado o dano direto ao acionista<sup>488</sup>.

Em linha com a propositura do exame da relação de direito material, Felipe Fernandes Ribeiro Maia indica que o dano individualmente sofrido pelo acionista seria aquele que impõe lesão a direitos que lhe sejam próprios. Para o autor “se a conduta do administrador afeta um direito reconhecido ao acionista, independente de ser direito essencial, de forma a impedir, restringir ou inocular esse direito (ou o que dele decorrer), ter-se-á por configurado o dano direto ao acionista”<sup>489</sup>.

José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy fundamentam a diferenciação entre danos diretos à companhia e aos acionistas no patrimônio de cada um deles. A partir da identificação do dano ao patrimônio exclusivo da companhia, esclarecem o conceito de prejuízo indireto ao acionista, o qual estaria relacionado à possibilidade de seu direito de participar nos lucros sociais e no acervo da companhia – no caso de liquidação – ser afetado<sup>490</sup>:

- 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.

Como se verifica, os autores do projeto que resultou na lei societária brasileira identificavam os danos indiretos aos acionistas, que não podem ser objeto de ação autônoma de reparação, com base nos direitos pecuniários que decorram da titularidade das ações – patrimônio financeiro –, não os restringindo ao direito ao dividendo e à participação no

<sup>488</sup> PINHO, Luciano Fialho de. **Ação de Responsabilidade Civil Proposta em Face dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2000, p. 155.

<sup>489</sup> MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. O dano direto ao acionista minoritário na ação de responsabilização do administrador de S.A.: Caso OGX. **Revista da Faculdade de Direito Milton Campos**, Nova Lima, v. 27, p. 99, 2013.

<sup>490</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **A Lei das S.A.**. v. 2., parte II., 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 406-407.

acervo em caso de liquidação, mas abrangendo também a perda de valor econômico das ações.

Modesto Carvalhosa, em comentários aos artigos da Lei das S.A., identifica três possíveis critérios para distinguir os danos diretos e indiretos que podem ser sofridos pelos acionistas. O primeiro seria a natureza do prejuízo, definido a partir de a lesão ter sido imposta ou ao patrimônio da companhia ou ao do acionista<sup>491</sup>.

Uma segunda forma de diferenciação estaria baseada no “dano personalizado”. O autor explica tal situação a partir da direção da prática do ato ilegal, antiestatutário ou com abuso ou desvio de poder pelo administrador a um determinado acionista. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa cita como exemplo a resistência imposta pelo administrador à apresentação de certidões solicitada pelo acionista na forma do artigo 100 da Lei das S.A. ou ainda a protelação do pagamento de dividendos em decorrência da criação de formalidades abusivas<sup>492</sup>.

O terceiro critério distintivo indicado pelo autor seria a existência de relação contratual direta entre o acionista e o administrador<sup>493</sup>. Nesta hipótese, Modesto Carvalhosa não desconsidera que, ainda que exista relação contratual, ela é firmada pelo acionista enquanto titular de ações. Nesse sentido, cita como exemplo a utilização abusiva pelo administrador de procuração concedida pelo acionista nos termos do artigo 126 da lei societária<sup>494</sup>.

A partir destas distinções, Modesto Carvalhosa sintetiza seu entendimento a respeito do dano causado diretamente ao acionista e apto a fundamentar a ação individual:

Em suma, a admissibilidade da ação individual ocorre toda vez que o administrador, por abuso ou desvio de poder ou por descumprimento da lei ou do estatuto, negue ou protele o exercício de direitos pelo acionista; ou, então cause-lhe prejuízos materiais, em termos de depreciação do valor de suas ações ou dos dividendos respectivos ou da fraudulenta indução à sua

<sup>491</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 473.

<sup>492</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 473.

<sup>493</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 474.

<sup>494</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 126 (...) § 1º O acionista pode ser representado na assembleia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos.”.

negociação. Será cabível, ainda, a ação individual, no caso de ato ilícito nas relações contratuais diretas entre o administrador e o acionista, ligadas ao exercício de funções deste no seio da companhia, como o já citado exemplo das procurações outorgadas, na forma e para os efeitos do art. 126<sup>495</sup>.

Concluindo a exposição a respeito dos entendimentos doutrinários sobre a definição dos danos diretos à companhia e diretos ou indiretos aos acionistas, Marcelo von Adamek entende o dano direto à companhia como aquele que afeta o patrimônio social. Os danos diretos ao acionista, por sua vez, seriam os que são sofridos pelo indivíduo, não como membro do ente coletivo, e que “não seja[m] corolário daquele sofrido pela companhia”<sup>496</sup>.

Como se verifica, os autores brasileiros, ao longo dos anos, reconheceram que o ordenamento societário deveria regular o direito de os acionistas recuperarem prejuízos que os administradores, no exercício de seus cargos, lhes causarem, levando em consideração aspectos estruturais como a existência de duas orden patrimoniais, a titularidade de um bem de “segundo grau” e a natureza da posição jurídica ocupada pelo acionista.

Além de discorrerem sobre os danos que podem ser caracterizados como diretos à companhia e aqueles que seriam causados de forma direta ou indireta aos acionistas e sobre os requisitos para sua recuperação, alguns autores expuseram situações que poderiam servir de fundamento para pedidos indenizatórios em face dos administradores das sociedades anônimas.

José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho listam exemplos de atos ilícitos que poderiam provocar danos diretos ao patrimônio da companhia e ao patrimônio individual dos acionistas.

Na primeira hipótese, identificam: (i) a prescrição de crédito social em razão de negligência dos administradores na sua cobrança ou proteção; (ii) a venda de produtos da sociedade a preço inferior ao de mercado, em troca de vantagem pessoal; (iii) a omissão culposa do administrador na renovação de apólice de seguro de que resulta a não indenização pelo perecimento de bem do patrimônio da companhia; (iv) contratação do administrador com a companhia em condições de favorecimento; e (v) práticas de atos de liberalidade pelo administrador à custa da companhia.

---

<sup>495</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 474-475.

<sup>496</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 390.

Como atos dos administradores passíveis de impactar de forma direta o patrimônio dos acionistas os autores listam: (i) impedir o acionista de exercer direito de preferência ou de participar da assembleia geral; (ii) a divulgação de informações falsas em demonstrações financeiras, ou relatórios, que levem o acionista a subscrever ações em aumento de capital por valor superior ao que pagaria se não fosse induzido a erro por essas informações; (iii) a inobservância do disposto no § 3º do artigo 124 da Lei nº 6.404/1976 sobre convocação de assembleias gerais em companhias fechadas<sup>497</sup>; e (iv) a desconformidade com o prazo legal de convocação de assembleia geral ordinária.

Por fim, como exemplo típico de ato do administrador que pode causar danos diretos tanto à companhia quanto aos acionistas, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho citam a distribuição de dividendos fundamentados em lucros fictícios. No caso, o patrimônio social é desfalcado por conta do pagamento indevido de dividendos. O acionista, por sua vez, pode ser lesado “se, em virtude da aparência de prosperidade social que decorre da distribuição desses dividendos (...) é induzido a adquirir novas ações em aumento de capital”<sup>498</sup>.

Marcelo von Adamek também dedicou-se a elencar hipóteses de atos ilícitos praticados pelos administradores que podem resultar em prejuízos à companhia e a seus acionistas<sup>499</sup>. No primeiro caso, listou os seguintes exemplos: (i) prática de atos de liberalidade à custa da Companhia<sup>500</sup>; (ii) uso, em proveito próprio ou de terceiros, dos bens, serviços ou crédito da companhia<sup>501</sup>; (iii) descumprimento das vedações expressamente

<sup>497</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembléia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria. (...) § 3º Nas companhias fechadas, o acionista que representar 5% (cinco por cento), ou mais, do capital social, será convocado por telegrama ou carta registrada, expedidos com a antecedência prevista no § 1º, desde que o tenha solicitado, por escrito, à companhia, com a indicação do endereço completo e do prazo de vigência do pedido, não superior a 2 (dois) exercícios sociais, e renovável; essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º, e sua inobservância dará ao acionista direito de haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos.”

<sup>498</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **A Lei das S.A.** v. 2., parte II., 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 406-407.

<sup>499</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 199-202.

<sup>500</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 154. (...) § 2º É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;”.

<sup>501</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

impostas pelo dever de lealdade em detrimento da companhia<sup>502</sup>; (iv) venda de bens sociais por preços inferiores ao de mercado ou sem estar devidamente autorizado; (v) prática de operações fora do objeto social; (vi) deixar prescrever pretensão da companhia ou não alegar oportunamente a ocorrência de prescrição de pretensão exercida contra ela<sup>503</sup>; (vii) omissão culposa na renovação de contrato de seguro de bem social, de que resulte o não pagamento de sua indenização em caso de concretização de sinistro; (viii) celebração de contrato com o administrador em condições de favorecimento<sup>504</sup>; (ix) emissão de debêntures sem as formalidades legais<sup>505</sup>; (x) demora no cumprimento das formalidades complementares à constituição da companhia<sup>506</sup>; (xi) distribuição indevida de dividendos<sup>507</sup>; (xii)

---

“Art. 154. (...) § 2º É vedado ao administrador: b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito”.

<sup>502</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.”

<sup>503</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 195. Os relativamente incapazes e as pessoas jurídicas têm ação contra os seus assistentes ou representantes legais, que derem causa à prescrição, ou não a alegarem oportunamente.”

<sup>504</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 156 (...) § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.”

<sup>505</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 62. Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: (...) § 1º Os administradores da companhia respondem pelas perdas e danos causados à companhia ou a terceiros por infração deste artigo.”

<sup>506</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 99. Os primeiros administradores são solidariamente responsáveis perante a companhia pelos prejuízos causados pela demora no cumprimento das formalidades complementares à sua constituição.”

<sup>507</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 201. A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17.”

favorecimento indevido de sociedade coligada, controladora ou controlada<sup>508</sup>; (xiii) elaboração de contas e demonstrações financeiras viciadas, para, por exemplo, com base nelas, promover a distribuição de gratificação a empregados e aos próprios administradores, (xiv) falta ou atraso na elaboração de contas e demonstrações financeiras; (xv) falta de tempestiva convocação de assembleia geral ordinária; (xvi) aumento de capital mediante a conferência de ações de sociedade inativa e sem realizar avaliação; (xvii) aprovação de concessão de crédito pela companhia a mutuário manifestamente inidôneo, sem observar as regras elementares de administração.

Quanto aos atos ilícitos praticados pelos administradores que podem gerar danos diretamente ao patrimônio do acionista, Adamek identificou<sup>509</sup>: (i) impedimento ilícito de ingresso de acionista ou seu procurador em assembleia ou do exercício dos direitos de voz e voto<sup>510</sup>; (ii) exclusão ilegítima do acionista da distribuição de dividendos do exercício ou o seu pagamento a terceiros<sup>511</sup>; (iii) impedimento ao exercício do direito de preferência<sup>512</sup>; (iv)

<sup>508</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.”.

<sup>509</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 203-204.

<sup>510</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 125 (...) Parágrafo único. Os acionistas sem direito de voto podem comparecer à assembléia-geral e discutir a matéria submetida à deliberação;”.

“Art. 126. As pessoas presentes à assembléia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas: I - os titulares de ações nominativas exibirão, se exigido, documento hábil de sua identidade; II - os titulares de ações escriturais ou em custódia nos termos do art. 41, além do documento de identidade, exibirão, ou depositarão na companhia, se o estatuto o exigir, comprovante expedido pela instituição financeira depositária; III - os titulares de ações ao portador exibirão os respectivos certificados, ou documento de depósito nos termos do número II; IV - os titulares de ações escriturais ou em custódia nos termos do artigo 41, além do documento de identidade, exibirão, ou depositarão na companhia, se o estatuto o exigir, comprovante expedido pela instituição financeira depositária.”.

<sup>511</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 205. A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação.”.

<sup>512</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172”.

inobservância das regras de convocação de assembleia geral<sup>513</sup>; (v) falta de convocação pessoal de acionista da companhia fechada detentor de ações representativas de 5% ou mais do capital social, quando solicitada<sup>514</sup>; (vi) divulgação de informações falsas em demonstrações financeiras ou relatórios de administração em virtude das quais o acionista vem a subscrever novas ações por preço superior ao real ou a vende-las por preço inferior ao correto<sup>515</sup>; (vii) descumprimento do dever de informar fato relevante, do qual resultem prejuízos ao acionista<sup>516</sup>; (viii) destruição de título acionário de sócio sem a entrega de novos

<sup>513</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembleia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria.”.

<sup>514</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 124 (...) § 3º Nas companhias fechadas, o acionista que representar 5% (cinco por cento), ou mais, do capital social, será convocado por telegrama ou carta registrada, expedidos com a antecedência prevista no § 1º, desde que o tenha solicitado, por escrito, à companhia, com a indicação do endereço completo e do prazo de vigência do pedido, não superior a 2 (dois) exercícios sociais, e renovável; essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º, e sua inobservância dará ao acionista direito de haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos.”.

<sup>515</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art. 133. Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas: I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; II - a cópia das demonstrações financeiras; III - o parecer dos auditores independentes, se houver. IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.”;

“Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.”; e

“Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: I - balanço patrimonial; II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III - demonstração do resultado do exercício; e IV - demonstração dos fluxos de caixa; e V - se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.”.

<sup>516</sup> BRASIL. Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10.12.2019.

“Art 157 (...) § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: (...) e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. (...) § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”.

emitidos; (ix) erro na determinação da relação de troca de ações na operação de fusão; (x) inobservância da cláusula estatutária prevendo a distribuição da produção social de acordo com a participação societária dos sócios; (xi) recebimento de valor de terceiro para subscrição de ações, com o posterior registro das ações em nome do administrador.

Ainda a título de exemplo, Modesto Carvalhosa, em seus comentários, apresenta rol de direitos individuais dos acionistas, os quais, se afetados e se resultarem em perdas, poderiam dar margem à responsabilização do administrador, quais sejam: (i) direito ao tratamento igualitário na alienação de controle da companhia, mediante oferta pública simultânea; (ii) direito do acionista a livremente negociar suas ações, não podendo as eventuais limitações estatutárias da companhia fechada impedir o exercício de tal direito; (iii) prerrogativa do acionista de negociar direitos patrimoniais isolados, tais como os de subscrição preferencial; (iv) direito de participar das assembleias e nelas discutir os assuntos da pauta; (v) direito de exigir a autenticação de cópia ou exemplar das propostas, proposições, protestos e declarações de voto oferecidos em assembleia geral cuja ata seja lavrada de forma sumária; (vi) direito de requerer a redução a escrito dos esclarecimentos prestados pelos administradores e de exigir o fornecimento pela mesa da assembleia da respectiva cópia; (vii) direito de convocar assembleia geral quando os administradores retardarem por mais de sessenta dias a convocação prevista em lei ou no estatuto; (viii) direito de propor ação de responsabilidade contra administradores, em nome próprio; (ix) direito de propor ação de responsabilidade contra os administradores, por substituição processual da companhia; (x) direito de propor ação de anulação dos atos constitutivos da companhia; (xi) faculdade de o acionista interessado, titular de 0,5% ou mais do capital social, requerer aos administradores a relação de endereços dos acionistas aos quais a companhia enviou solicitação de mandato, para o fim de remeter-lhes pedido com o mesmo objetivo; (xii) requerer em juízo exibição de livros; (xiii) requerer por carta ou telegrama a convocação de assembleia geral da companhia fechada; (xiv) requerer cópia dos documentos que se acham à disposição dos acionistas, na sede social, para a realização da assembleia geral; (xv) solicitar informações aos administradores de companhia aberta sobre os interesses patrimoniais dos mesmos, representados por valores mobiliários de emissão da companhia; (xvi) eleger membro

do conselho fiscal e requerer o seu funcionamento; (xvii) eleger membro para o conselho de administração<sup>517</sup>.

Os exemplos de atos ilícitos apresentados por José Luiz Bulhões Pedreira, Alfredo Lamy Filho e Marcelo von Adamek e os de direitos dos acionistas passíveis de violação por atos praticados pelos administradores identificados por Modesto Carvalhosa revelam que muitos dos fatos que podem ser considerados como causas de danos diretos aos acionistas referem-se a direitos patrimoniais decorrentes da titularidade das ações ou a direitos de participação nos conclave das sociedades anônimas.

Ainda na esteira dos esforços em identificar hipóteses de configuração dos danos diretos e indiretos, no direito estrangeiro, Catarina Pires Cordeiro reconhece a diversidade de situações que podem ser apontadas e, de forma não exaustiva, indica que os seguintes atos praticados pelos administradores podem causar prejuízos diretos ao acionistas: (i) violação da obrigação de distribuição de dividendos, (ii) preterição de regras de elaboração de contas, (iii) preterição do direito à informação de um sócio, (iv) impedimento da participação do sócio na assembleia geral, (v) aumento de capital irregular, (vi) irregularidades em operações de tomada de controle das sociedades (fusão e aquisição), (vii) irregularidade em operações de reestruturação e de dissolução da sociedade, (viii) *insider trading*, (ix) falta de notificação de um sócio para exercício do direito de preferência em aumento de capital<sup>518</sup>.

#### 4.4. CONCLUSÕES PARCIAIS: CONCEITO E JUSTIFICATIVAS PARA IRREPARABILIDADE DO DANO INDIRETO SOFRIDO PELO ACIONISTA

Extraem-se dos pronunciamentos doutrinários e dos exemplos acima referidos nortes para a definição do que seriam danos diretos à companhia e danos diretos e indiretos ao acionista, bem como os fundamentos para que se reconheça o direito autônomo ou não de se obter sua reparação.

No primeiro grupo, identifica-se como danos ao patrimônio da companhia aqueles que (i) impliquem lesão ao equilíbrio ou à harmonia dentro da sociedade, (ii) afetem o

---

<sup>517</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 2., 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 293.

<sup>518</sup> CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. **Revista O Direito**, ano 137, v. I, p. 82, 2005.

interesse da coletividade societária, ou (iii) representem o rompimento da ordem geral da companhia. Trata-se de lesão que, por dizer respeito à diminuição dos valores representativos dos elementos do ativo ou à majoração do montante representado pelos elementos do passivo do patrimônio da sociedade, afetam os interesses autônomos da companhia.

Ou seja, verifica-se alterações que incrementam a expressão financeira do passivo ou implicam a diminuição do ativo da companhia resultante de um ato que tenha atingido a ordem da coletividade societária.

Este “dano social” resulta, seja em virtude da natureza das ações de bem de segundo grau, seja em decorrência de as mutações do patrimônio social alterarem o montante do lucro distribuível, em danos ao patrimônio do acionista.

Tais danos são designados como indiretos, uma vez que (i) atingem os acionistas como parte do grupo e na medida de sua participação acionária; (ii) são suportados pelos integrantes de uma mesma classe de acionistas de forma idêntica; (iii) representam uma “imitação” dos danos sofridos pela companhia cujos efeitos são produzidos na esfera patrimonial individual dos acionistas; (iv) são intermediados ou interferidos pela presença da sociedade; e (v) consistem em mutações dos direitos patrimoniais dos acionistas que decorrem da ação, isto é, representam diminuição dos direitos aos dividendos e da participação nos haveres da sociedade no caso de liquidação.

A produção de efeitos do dano sofrido pela companhia na esfera individual do patrimônio dos acionistas tem como fundamento a natureza da ação. De fato, quando o administrador pratica um ato, com culpa ou dolo, em infração à lei ou ao estatuto, que impacta negativamente o patrimônio social, a ação, cuja expressão financeira depende dos elementos dos direitos e das obrigações da companhia, também sofre alterações.

Diante disso, se a ação é um bem que integra o ativo do patrimônio individual do acionista, se o seu valor é influenciado por mutações patrimoniais da companhia, o dano que se imponha ao patrimônio da companhia repercute na esfera patrimonial do acionista, causando-lhe o chamado dano indireto.

Já os danos diretos suportados pelos acionistas em decorrência das condutas dos administradores de companhias abertas, (i) podem ser definidos como aqueles que atingem acionista de forma singular; (ii) são marcados pela pessoalidade, não constituindo lesão sofrida de forma indistinta pela generalidade de acionistas; e (iii) continuam a existir na hipótese de ser realizado um exercício mental quanto à cadeia causal, com base no qual se

exclua a companhia da sequência de atos e fatos e se verifique, mesmo assim, a manutenção do dano.

Como se verifica, os danos diretos que podem ser causados aos acionistas também têm relação com a titularidade das ações, mas o impacto que produzem no patrimônio individual não se confundem com lesões que seriam sofridas de forma indistinta pela generalidade de acionistas e independem de a pessoa jurídica autônoma da companhia ter ou não sofrido danos.

Por exemplo, ao divulgar informações falsas relativas à formação do preço de emissão de ações em operação de aumento de capital, fazendo com que acionistas subscrevam as novas ações em valor ilicitamente inflado, o administrador desfalca os recursos que compõem o patrimônio individual do acionista que exerce o direito de preferência para participar da operação. As ações anteriormente detidas pelos acionistas podem manter seu valor, mas o dano, na hipótese, corresponde ao sobrevalor indevido que o acionista teve que pagar para poder exercer o direito de preferência e adquirir as novas ações.

Veja-se que tanto a lesão direta e indireta que pode ser causada ao patrimônio individual dos acionistas são danos. Aliás, como constatado no exame do direito civil, o dano indireto é sempre uma modalidade de dano, uma espécie de incremento do montante representado pelos elementos do passivo ou de diminuição dos valores expressados pelos elementos do ativo.

Mas se dano é, por que o dano indireto não é indenizado? Ou seja, há razões para além de uma opção legislativa para que o *caput*, o § 3º e o § 4º do artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 autorizem a recuperação dos danos causados à companhia e o § 7º estabeleça que a ação de responsabilidade prevista no referido dispositivo não exclui a que couber ao acionista diretamente prejudicado pelo administrador?

Na hipótese de dano à companhia e ao acionista que decorram de um mesmo ato praticado pelo administrador, sendo este ato caracterizado como causa de ambos os danos, o dano direto sofrido pela companhia é sempre anterior aquele imputado ao patrimônio individual do acionista.

Em linha com o raciocínio exposto a respeito da identificação do nexa causal, a hipótese em exame constitui, do ponto de vista do acionista, a de concausas sucessivas. A primeira causa consiste no ato praticado pelo administrador. A segunda, na alteração prejudicial no patrimônio da companhia em decorrência do ato do administrador.

Embora haja uma relação de necessidade entre o ato do administrador e o dano, ao final, suportado pelo acionista, a concausa representada pelo dano social interrompe o nexo causal entre a conduta do administrador e o dano ao patrimônio individual do acionista.

Dessa forma, ainda que o ato do administrador seja imprescindível à produção do dano ao patrimônio individual do acionista, a necessária diminuição do patrimônio financeiro da companhia – que produz efeitos no patrimônio individual do acionista em decorrência da titularidade da ação – consiste em concausa que impede que se reconheça uma relação direta e imediata entre o dano do acionista e a conduta do administrador.

Diante disso, se o nexo causal entre a conduta do administrador e o dano sofrido pelo acionista é interrompido pelo dano suportado pela companhia, não há que se reconhecer o direito de o acionista, de forma autônoma, obter a reparação do referido dano. A conclusão a respeito do não cabimento da reparação do dano indireto sofrido pelo acionista é confirmada pelos fundamentos a seguir apresentados.

Por evidente, o primeiro fundamento do dever de o administrador indenizar o dano direto sofrido pela companhia e não os indiretos suportados pelo acionista é a autonomia da personalidade jurídica e de patrimônio da companhia. Se o direito reconhece à sociedade anônima personalidade separada da de seus acionistas e, por consequência, patrimônio próprio, e se o dano é causado pelo administrador a este patrimônio, a seu titular deve ser garantido o direito de obter a indenização contra a aquele que o causou.

Assim, em observância à personalidade e ao patrimônio autônomo e distinto da companhia, deve-se reconhecer que, embora o patrimônio do acionista também seja atingido pelos atos praticados pelo administrador, é o da companhia que deverá ser recomposto.

Além disso, caso fosse também reconhecido o direito de o acionista ser indenizado pelo dano indireto, poder-se-ia configurar hipótese de enriquecimento ilícito. Com efeito, o pagamento de indenização à companhia majora o patrimônio social, a partir do qual o acionista usufrui os direitos ao recebimento de dividendos, de participação nos haveres no caso de liquidação da sociedade e, muitas vezes, de fixação do valor da ação para fins de sua alienação. Ao receber indenização autônoma pelo prejuízo indireto, o acionista auferiria, além do incremento decorrente do aumento patrimonial da companhia, uma indenização individual. Dessa forma, o acionista estaria recebendo duas vezes por um único dano causado a seu patrimônio individual.

Poder-se-ia sustentar que o legislador poderia desconsiderar tais fundamentos e estabelecer uma regra autorizando cada acionista a pleitear o dano indireto que tenha

suportado, negando a prerrogativa de a companhia assim o fazer<sup>519</sup>. Esta escolha, entretanto, parece-nos contrariar a consagração de interesses próprios da sociedade.

De fato, a sociedade anônima não é um mero somatório de acionistas. A companhia, ainda que qualificada como uma ficção jurídica, tem interesses distintos dos de seus acionistas. De fato, a vontade e o interesse social não se confundem com uma operação de adição da vontade de seus acionistas, sendo, na verdade, o produto autônomo da confluência e da divergência das manifestações dos acionistas em assembleia geral e dos administradores no exercício de suas funções.

Assim, à luz dos fundamentos do direito das sociedades anônimas, faz total sentido que seja reconhecido o direito de a companhia, e não de os acionistas individualmente, pleitear a reparação dos danos que são causados de forma direta ao patrimônio social e indiretamente aos dos acionistas.

Vale ressaltar que o reconhecimento do direito individual dos acionistas em reclamar os danos indiretos poderia também criar um “caos” processual, especialmente nas companhias abertas de capital disperso<sup>520</sup>. Nesta hipótese, poderia haver milhares de processos paralelos, em que o administrador seria obrigado a se defender contra um número infinito de acionistas, que poderiam se utilizar de distintas teses jurídicas e levar até a pronunciamentos judiciais contraditórios.

Esta hipótese de autorizar os acionistas a recuperar os danos indiretos também implicaria entregar-lhes os resultados financeiros que, nos termos da lei societária, somente lhes poderiam ser distribuídos se observadas as regras mandatórias sobre distribuição de dividendos ou se findo o processo de liquidação. Ou seja, como o dano ao patrimônio do acionista estaria relacionado ao produto que decorre da titularidade da ação, permitir que somente os que se dispuserem a agir em juízo o recuperem seria infringir as preferências legais e a partilha universal do produto entre todos os sócios.

Ademais, a atribuição do direito à sociedade de recuperar os prejuízos que os administradores venham a causar a seu patrimônio também se fundamenta na proteção dos

---

<sup>519</sup> “The ‘no reflective loss’ principle rightly selects the company as the injured party that may recover, instead of a shareholder, thus preventing double recovery”. (Tradução livre: O princípio da ‘ausência de perda reflexiva’ escolhe, corretamente, a empresa como a parte prejudicada sujeita à recuperação em vez do acionista, o que evita a recuperação). JONG, Bas J. de. Shareholders’s Claims for Reflective Loss: A Comparative Legal Analysis. **European Business Organization Law Review**, v. 14, Issue 1., p. 100, março, 2013.

<sup>520</sup> Aliás, isso foi justamente o que nos Estados Unidos da América se pretendeu impedir com a consagração das *class actions* como mecanismo adequado à obtenção de indenizações por danos diretamente sofridos pelos acionistas das companhias abertas.

direitos dos credores e dos demais *stakeholders*. Se fosse impedida a recuperação dos danos pela companhia e atribuída aos acionistas de forma individual, a garantia geral dos credores da companhia permaneceria desfalcada. Com efeito, o patrimônio social, fonte para a satisfação dos créditos por eles detidos, não seria recomposto. Diante disso, reconhecer o direito exclusivo à reparação aos acionistas poderia trazer consequências malélicas para a companhia: reduziria o interesse dos credores em oferecer às sociedades oportunidades de crédito, ou implicaria a exigência, ao contratar com a sociedade, do oferecimento de garantias pelos acionistas. Esta situação é, em uma companhia aberta com capital disperso, absolutamente inviável.

Como se verifica, elementos inerentes à estrutura e à natureza das relações jurídicas que se formam com a companhia, justificativas de natureza processual e os requisitos inerentes à configuração da responsabilidade civil constituem fundamentos e causas lógicas para que, na hipótese de danos causados pelos administradores de forma direta à companhia e indireta aos acionistas, seja reconhecido o direito exclusivo à reparação dos danos sociais.

A esse respeito, parece-nos amplamente justificada e fundamentada na própria essência das sociedades anônimas – em especial, nas companhias abertas – as regras consagradas no artigo 159, § 3º, § 4º e § 7º da Lei nº 6.404/1976: reconhece-se o direito de serem recuperados os danos diretos causados à companhia e restringe-se a reparação aos acionistas dos danos indiretos por eles sofridos.

Todavia, visando a evitar autoritarismo de determinados acionistas e a impedir a desídia de administradores, a lei societária resguarda o interesse do acionista e a reparação do dano indireto, na medida em que lhe assegura o exercício da ação derivada.

Diante disso, o sistema de responsabilidade dos administradores estabelecido pela Lei das S.A. elegeu a companhia como legitimada primeira à tutela dos danos que tenham sido causados ao patrimônio social, reconhecendo que, ao adquirir ações, o acionista – seja ele especulador ou não – passa a ser titular de um bem que lhe confere direitos e atribui obrigações a partir daqueles estabelecidos no âmbito institucional da sociedade.

De fato, se o bem que fundamenta a pretensão reparatória do acionista é um bem de segundo grau, havendo mutações nos elementos do ativo e do passivo sobre os quais ele se estrutura, é razoável e justificável que a companhia – titular do patrimônio base – seja a titular do direito primeiro à reparação.

Por outro lado, se a conduta lesiva do administrador atinge elementos estruturais da ação – como o exercício do direito de preferência ou do direito de voto – que sejam afetados

independentemente de qualquer dano à companhia, à luz do anteriormente faz sentido o legislador garantir que o acionista, de forma autônoma, pleiteie a recuperação de seu patrimônio individual.

#### 4.5 VALIDAÇÃO DO CONCEITO

Estabelecidos os conceitos de (i) dano direto à companhia; (ii) dano indireto ao acionista e (iii) dano direto ao acionista, examina-se precedentes do Poder Judiciário brasileiro a fim de verificar se os julgadores têm estabelecido linha divisória quanto à definição dos danos causados pelos administradores à companhia e aos acionistas de forma semelhante a ora proposta ou se os julgados se afastam dos conceitos propostos.

De início, vale ressaltar que a maior parte das decisões a seguir analisada foi proferida pelo Superior Tribunal de Justiça. A escolha de tais julgados decorre de esta corte ser a responsável pela a uniformização da interpretação da legislação federal, na qual, por evidente, inclui-se a Lei nº 6.404/1976.

Além disso, é importante mencionar que, a despeito dos esforços de pesquisa realizados, não foi possível localizar decisões que tratassem de forma mais aprofundada ou específica sobre a diferenciação dos danos, à luz do artigo 159 da Lei nº 6.404/1976, em companhias abertas. Isto se deve, a nosso ver, pela tradição, no Brasil, de um baixo ativismo societário, mas também em decorrência de, como já mencionado anteriormente nesta Tese, boa parte dos pedidos de responsabilidade dos administradores de companhias abertas ser hoje decidido por meio da arbitragem, em virtude do incentivo à utilização deste meio de solução de controvérsias pelo artigo 109, § 3º, e 136-A da Lei das S.A. e das disposições do Regulamento do Novo Mercado e do Nível II da B3 S.A..

De qualquer forma, alguns julgados merecem ser examinados, pois contribuem para a formação das conclusões desta Tese a respeito das modalidades de dano que podem ser objeto da reparação disciplinada pelo artigo 159 da lei societária.

#### 4.5.1. Recursos Especiais nº 179.008-SP<sup>521</sup> e nº 1.536.949-SP<sup>522</sup>

O primeiro precedente diz respeito a pedido de responsabilização dos administradores da Futura Participações S.A. (“Futura”), sociedade da qual a Tribeca Propaganda Publicidade e Participações Ltda. (“Tribeca”) era titular de 49% do capital e o Sr. Mario Cohen, também diretor presidente da companhia, detentor dos 51% restantes.

A ação de responsabilidade proposta pela Tribeca em face dos administradores da Futura teve início em 1996 e tinha por objetivo condená-los ao pagamento, em benefício da Futura, dos danos que lhe teriam sido causados em decorrência (a) da realização de pagamentos pela companhia a terceiros sem que estes tenham efetivamente lhe prestado serviços, (b) da emissão de notas fiscais frias e (c) da retirada de fundos do patrimônio da companhia em benefício dos próprios diretores.

No julgamento do Recurso Especial nº 179.008-SP, o STJ acabou não enfrentando o questionamento a respeito da caracterização dos referidos danos como sofridos pela própria Futura ou por seus acionistas, tendo, no entanto, rejeitado parcialmente o pleito da Tribeca em virtude do *quitus* concedido aos administradores mediante a aprovação, sem reserva, de suas contas e da prescrição do direito da Tribeca de propor a ação indenizatória. Na parte em que concordou com o pedido da Tribeca, o STJ levou em consideração o fato de a Futura ser companhia fechada e o seu capital social ser dividido somente entre dois acionistas, de modo que considerou ser prescindível a realização de prévia assembleia geral para deliberar sobre a propositura de ação em face dos administradores da Futura.

Embora no julgamento do REsp nº 179.008-SP não tenha examinado o ponto sobre o qual ora nos debruçamos, a disputa indenizatória relativa à Futura foi novamente examinada pela Corte em 2016. Na ação originária, da qual decorreu a interposição do Recurso Especial nº 1.536.949-SP, a Tribeca propôs ação condenatória contra a acionista controladora e administradores da Futura, a fim de que eles fossem compelidos ao ressarcimento dos prejuízos “havidos com a depreciação fraudulenta da participação acionária que a autora detinha” na Futura, causado pelo desvio de toda a clientela,

---

<sup>521</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 179.008-SP, da 4ª Turma. Recorrente: Mario Cohen e outros. Recorrido: Tribeca Propaganda e Publicidade Participações Ltda. Relator: Ministro Cesar Asfor Rocha. Brasília, 26 de junho de 2000.

<sup>522</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.536.949-SP, da 4ª Turma. Embargante: Mario Cohen e outros. Embargado: Tribeca Propaganda e Publicidade Participações Ltda. Relator: Ministro Marco Buzzi. Brasília, 06 de setembro de 2016.

transferência da marca “Futura SMS” e dos ativos tangíveis da companhia para a sociedade M. Cohen Propaganda Ltda. e pela tomada do ponto comercial onde funcionava a sede social da Futura.

O objeto deste segundo RESp era fazer com que o STJ examinasse a legitimidade da Tribeca para, em ação individual, reclamar danos que a defesa dos réus sustentava que, na eventualidade de serem confirmados, deveriam ser reconhecidos como lesões diretas ao patrimônio da Futura.

O Ministro Relator Marco Buzzi entendeu a que Tribeca estava demandando em nome próprio a condenação dos administradores ao pagamento de indenização por prejuízos, na verdade, causados “com o esvaziamento da empresa da qual é sócia minoritária”:

À toda evidência, os atos reputados irregulares somente têm efeito indireto à autora. Os eventuais prejuízos diretos, acaso tenham ocorrido, foram à própria Bold/Futura que teve seu patrimônio supostamente esvaziado em decorrência do desvio de clientela, transferência de ativos e da marca, bem ainda decorrente da tomada do ponto comercial. Nessa medida, a depreciação da participação acionária da autora-recorrida na Bold/Futura é decorrente apenas da suposta derrocada da empresa da qual participa, ou seja, o dano da demandante, tomando como base o quanto é nesses autos imputado ao réu Mario Cohen, é precedido do prejuízo da própria Bold/Futura, a denotar ser efetivamente indireto.<sup>523</sup>

O Ministro Relator ainda destacou a impossibilidade de reconhecer os danos alegados pela Tribeca como a ela causados de forma direta pelos administradores, uma vez que, antes mesmo da propositura da ação judicial que deu origem ao RESp, a Tribeca havia iniciado ação reparatória contra os mesmos administradores, com base nos mesmos fatos, objetivando, no entanto, condená-los ao pagamento de indenização em favor da Futura.

A despeito das conclusões do Ministro Relator, foi instaurada divergência entre os integrantes da Quarta Turma do STJ, tendo o Ministro Raul Araújo proferido o voto vencedor. Em seu entendimento, os atos praticados pelos administradores, ainda que possam ter implicado, em um primeiro momento, o esvaziamento patrimonial da Futura (tendo como consequência, sua paralização e extinção), causaram prejuízos à Tribeca, e somente a ela e não ao outro sócio, uma vez que tal sócio e os administradores passaram a deter participação acionária na nova sociedade. A esse respeito, vale transcrever o entendimento proferido no referido voto vencedor:

---

<sup>523</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.536.949-SP, da 4ª Turma. Embargante: Mario Cohen e outros. Embargado: Tribeca Propaganda e Publicidade Participações Ltda. Relator: Ministro Marco Buzzi. Brasília, 06 de setembro de 2016.

Não se trata, como se vê, de uma mera desvalorização de ações ou simples redução de lucros ou de percepção de dividendos, decorrente de gestão malsucedida, por exemplo, o que atingiria indiretamente todos os acionistas, mas de desvio doloso de patrimônio, com a completa aniquilação da sociedade primitiva, em benefício de nova sociedade, criada com idênticos propósitos, e do sócio controlador e administrador e, ao que parece, também dos demais corréus, como sócios da nova sociedade, com significativo prejuízo material exclusivamente para a acionista remanescente da sociedade original. Registre-se, ademais, que, como se constata no pedido feito na inicial, a intenção da autora é, unicamente, ressarcir-se dos danos materiais relativos à desvalorização de sua participação acionária, prejuízos decorrentes diretamente daquele desvio patrimonial doloso perpetrado pelo sócio majoritário e administrador<sup>524</sup>.

A luz dos conceitos que foram trabalhados na presente Tese, a posição que prevaleceu no julgamento deste RESp nº 1.536.949-SP parece-nos equivocada.

Em primeiro lugar, tal como foi destacado no voto vencido proferido pela Ministra Maria Isabel Gallotti, entendeu-se pela configuração de dano direto à Tribeca em virtude de sua expressiva participação no capital social da Futura<sup>525</sup>. Na verdade, as companhias fechadas, tal como a Futura, têm peculiaridades distintas às das companhias abertas e muito da disciplina societária a elas aplicadas acaba cedendo lugar à utilização pelo Poder Judiciário de preceitos relativos a relações contratuais.

No entanto, no caso em apreço, a posição julgadora prevalente sequer recorreu à caracterização da Futura como companhia fechada, tendo, a nosso ver, promovido a aplicação errônea dos conceitos positivados no artigo 159 da Lei das S.A..

O primeiro indicativo de tal equívoco decorre da existência de duas ações propostas pela Tribeca para, com base nos mesmos fatos, obter a reparação de danos causados pelo administrador a seu patrimônio e ao patrimônio da Futura.

Além disso, em consonância com o que como expusemos acima, os atos praticados pelos administradores resultaram em uma degeneração da ordem coletiva, a qual, por sua

---

<sup>524</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.536.949-SP, da 4ª Turma. Embargante: Mario Cohen e outros. Embargado: Tribeca Propaganda e Publicidade Participações Ltda. Relator: Ministro Marco Buzzi. Brasília, 06 de setembro de 2016.

<sup>525</sup> “foi um prejuízo causado diretamente ao patrimônio da sociedade cujo nome foi alterado e cuja sede foi transferida. Não foi um prejuízo individualmente sofrido de forma direta pelo sócio; ele sofreu prejuízo na medida em que o valor do patrimônio da empresa e, portanto, das ações foi depreciado. Penso que essa circunstância de ser grande o percentual de 49% (quarenta e nove por cento) de participação da autora na sociedade esvaziada não torna o prejuízo sofrido pela empresa em prejuízo direto ao sócio. Trata-se de prejuízo à sociedade, indiretamente sofrido pelo sócio. O alegado prejuízo do sócio foi grande simplesmente porque é grande a sua participação acionária”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.536.949-SP, da 4ª Turma. Embargante: Mario Cohen e outros. Embargado: Tribeca Propaganda e Publicidade Participações Ltda. Relator: Ministro Marco Buzzi. Brasília, 06 de setembro de 2016.

vez, implicou a perda de valor da participação detida pela Tribeca. O caso encaixa-se perfeitamente nos conceitos acima trabalhados de dano direto à companhia e indireto ao acionista.

Ademais, parece equivocada a conclusão do voto vencedor quanto à configuração de prejuízo exclusivamente para a Tribeca. Tal como salientado por José Alexandre Tavares Guerreiro, na hipótese das ações de responsabilidade propostas pelos acionistas em face dos administradores, os prejuízos por eles sofridos decorrem da posição acionária por ele detidas<sup>526</sup>.

Com base nesta premissa, tanto a participação da Tribeca quanto a do Sr. Mario Cohen na Futura sofreram diminuição. O fato de ele ter auferido benefícios em decorrência da participação acionária em uma outra sociedade diz respeito ao exame de situação jurídica distinta da por ele exercida na qualidade de acionista em face da Futura.

Diante disso, na hipótese do REsp nº 1.536.949-SP, prevaleceu entre os Ministros da Quarta Turma do STJ posição que parece-nos não ter promovido uma aplicação escoreta dos conceitos de danos diretos e indiretos ora propostos.

#### 4.5.2. Recursos Especiais nº 1.014.496-SC<sup>527</sup>, nº 1.002.055-SC<sup>528</sup> e nº 1.741.678-SP<sup>529</sup>

A ação que deu origem ao REsp nº 1.014.496-SC foi iniciada por Ida Caramori e outros em face do Diretor Presidente, do Diretor Vice-presidente e do Diretor Financeiro da Reunidas S.A. Transportes Coletivos. Os autores da ação originária pretendiam a condenação dos administradores a indenizá-los pelas perdas sofridas em decorrência de negligência na elaboração das demonstrações financeiras da companhia, uma vez que teriam deixado de contabilizar parte da receita da sociedade, que teria sido desviada de seu caixa.

---

<sup>526</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, p. 83, abr./jun., 1981.

<sup>527</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.014.496-SC, da 3ª Turma. Recorrente: Ida Caramori e outros. Recorrido: Sandoval Caramori e outros. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Brasília, 04 de março de 2008.

<sup>528</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.002.055-SC, da 4ª Turma. Recorrente: Ida Caramori e outros. Recorrido: Sandoval Caramori e outros. Relator: Ministro Aldir Passarinho Junior. Brasília, 09 de dezembro de 2008.

<sup>529</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.741.678-SP, da 3ª Turma. Recorrente: Sumatra Cafés Brasil S.A. e João Antônio Lian. Recorrido: Caixa Brasil Participações S.A. e outros. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília, 12 de junho de 2018.

O Recurso Especial foi interposto pelos autores, em decorrência de as instâncias inferiores terem declarado sua ilegitimidade para a propositura da ação de responsabilidade, já que foi reconhecido que, no caso, estava sendo buscada a condenação dos administradores ao pagamento de indenização por danos indiretos sofridos pelos acionistas minoritários.

Os integrantes da Terceira Turma do STJ acompanharam o voto da Ministra Relatora Nancy Andrighi, a qual negou seguimento ao Recurso Especial, confirmando o entendimento sobre a ilegitimidade ativa dos autores.

Em seu voto, a Ministra Relatora apresentou alguns exemplos citados por Modesto Carvalhosa e por José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho a respeito da caracterização de danos diretos aos acionistas passíveis de indenização na forma do artigo 159 da Lei das S.A.. Com base neles, concluiu que “as circunstâncias dos autos não se encaixam perfeitamente em nenhuma das hipóteses mencionadas pela doutrina”.

Embora o exame da subsunção da situação concreta a exemplos doutrinários pareça-nos insuficiente, tendo em vista a multiplicidade de situações fáticas que podem envolver a atuação de administradores de companhias abertas e os eventuais danos daí advindos, a Ministra Nancy Andrighi também apresentou em seu voto outros parâmetros que, aliás, coadunam-se com o conceito de danos diretos à companhia e diretos e indiretos aos acionistas apresentado nesta Tese. A respeito, a Ministra Relatora indicou:

Percebe-se, assim, que os danos narrados na inicial não foram diretamente causados aos recorrentes. Tais prejuízos foram causados à **sociedade que se viu privada de receitas e de fluxo de caixa**. Essa lesão à sociedade, segundo se depreende da inicial e do recurso especial, também trouxe danos aos recorrentes, pois lucros deixaram de ser distribuídos e suas ações desvalorizaram. Ocorre que esse reflexo (ausência de lucros e desvalorização das ações) **atingiu indiretamente a todos os acionistas, e não só aos recorrentes. A soma dos danos indiretos causados aos acionistas é igual ao prejuízo direto sofrido pela sociedade empresária**. Isto é, os prejuízos só foram sofridos pelos acionistas na exata medida de sua participação social. Por isso, é de se esperar que, com o ressarcimento dos prejuízos à companhia, em ação própria, revertam-se também as perdas reflexas dos acionistas<sup>530</sup>. (grifo nosso)

O trecho transcrito permite inferir que danos causados diretamente à companhia e, por consequência, indiretamente ao acionista, podem ser os que a privem de receitas e de fluxo de caixa, portanto, degenerando aspectos financeiros de ordem coletiva. Além disso,

---

<sup>530</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.014.496-SC, da 3ª Turma. Recorrente: Ida Caramori e outros. Recorrido: Sandoval Caramori e outros. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Brasília, 04 de março de 2008.

os danos indiretos suportados pelo acionista são aqueles que atingem o patrimônio individual da generalidade dos titulares de ações e não somente daquele que venha a arguir o prejuízo direto.

Vale ressaltar que este entendimento foi ratificado no julgamento do RESp 1.002.055-SC<sup>531</sup>, sob a relatoria do Ministro Aldir Passarinho Filho. No caso, a Quarta Turma do STJ examinando controvérsia relativa a outros fatos, mas envolvendo as mesmas partes do RESp nº 1.014.496-SC, concluiu pela caracterização de ação proposta por acionistas em nome próprio para obter reparação de danos a eles indiretamente causados.

Da mesma forma, ao decidir o Recurso Especial nº 1.741.678-SP<sup>532</sup>, a Terceira Turma do STJ, sob a orientação contida no voto do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, apoiou-se no entendimento originalmente proferido pela Ministra Nancy Andrighi para concluir que o pedido de indenização formulado pelos acionistas Sumatra Comércio Exterior Ltda. e João Antonio Lan, em face dos administradores do Banco Bandeirantes S.A., em decorrência da celebração de contratos de cessão de crédito pela companhia por menos de 18% (dezoito por cento) do valor de face dos títulos cedidos, dizia respeito a prejuízos causados ao Banco Bandeirantes, os quais atingiram “indireta e indistintamente todos os acionistas da companhia, proporcionalmente à participação acionária de cada um deles”.

#### **4.5.3. Recurso Especial nº 1.214.497-RJ<sup>533</sup>**

A ação que deu origem ao Recurso Especial nº 1.214.497-RJ diz respeito a pedido indenizatório formulado por Espólio de Martinho de Luna Alencar, representado pela inventariante Lia Saldanha de Alencar (“Espólio”), contra Rádio Clube de Pernambuco S.A. (“Rádio Clube”), integrantes de seu grupo de controle e de sua administração.

Segundo consta do relatório do Recurso Especial, o Espólio seria titular de 3,3273% de ações de emissão da Rádio Clube, e teria verificado que a sociedade recebeu quantia da União Federal em decorrência de condenação judicial que lhe foi favorável. No entanto, a

---

<sup>531</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.002.055-SC, da 4ª Turma. Recorrente: Ida Caramori e outros. Recorrido: Sandoval Caramori e outros. Relator: Ministro Aldir Passarinho Junior. Brasília, 09 de dezembro de 2008.

<sup>532</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.741.678-SP, da 3ª Turma. Recorrente: Sumatra Cafés Brasil S.A. e João Antônio Lian. Recorrido: Caixa Brasil Participações S.A. e outros. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília, 12 de junho de 2018.

<sup>533</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.214.497-RJ, da 4ª Turma. Recorrente: Rádio Clube de Pernambuco S.A. e outros. Recorrido: Martinho de Luna Alencar – Espólio. Relator: Ministro Raul Araújo. Brasília, 06 de novembro de 2014.

Rádio Clube teria celebrado com outras sociedades relacionadas a seus acionistas controladores, contratos de mútuo, pelos quais teriam sido a elas transferidos R\$ 172.662.142,59 (cento e setenta e dois milhões, seiscentos e sessenta e dois mil, cento e quarenta e dois reais e cinquenta e nove centavos) dos R\$ 220.810.239,00 (duzentos e vinte milhões, oitocentos e dez mil, duzentos e trinta e nove reais) recebidos da União Federal. O montante dos mútuos teria sido, posteriormente, transformado em adiantamento para futuro aumento de capital.

Com base em tais fatos, o Espólio pediu (i) a anulação dos contratos de mútuo depois transformados em adiantamento para futuro aumento de capital; (ii) a condenação das sociedades réas a se abster de efetuar novas transferências patrimoniais que tivessem como origem a indenização paga pela União Federal; (iii) a condenação dos réus (à exceção da primeira ré, Rádio Clube), em caráter solidário, a restituir à Rádio Clube as importâncias dela recebidas com base nos contratos celebrados; e (iv) a condenação dos mesmos réus ao pagamento de indenização das perdas e danos por ele sofridos.

Do resumo dos pedidos formulados, é possível verificar que os mesmos fatos – os supostos mútuos irregulares – serviam de causa de pedir tanto para a indenização a ser paga à Rádio Clube quanto para a que seria devida ao Espólio.

Além disso, do que se extrai do relatório do Recurso Especial e dos trechos do Voto do Ministro Relator João Otávio de Noronha, há dificuldade em se identificar quais pleitos foram formulados em face da Rádio Clube e quais foram dirigidos a seus administradores.

De qualquer modo, o Ministro Relator fundamentou o seu entendimento no artigo 159 da Lei das S.A., tendo concluído que o Espólio formulou a sua pretensão indenizatória com base nos prejuízos sofridos pela Rádio Clube, os quais geraram sensível diminuição dos dividendos que lhe seriam pagos. Diante disso, o Ministro João Otávio de Noronha deu provimento ao recurso especial para julgar extinto o processo sem resolução de mérito em decorrência da ilegitimidade ativa do Espólio para a propositura da ação individual e por não preencher os requisitos dos § 3º e § 4º do artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 para a propositura da ação social.

Embora a caracterização da não distribuição de dividendos em virtude da prática de ilícitos pelos administradores constitua um dos exemplos mais comuns de danos indiretos ao acionista, o exame do presente caso é relevante uma vez que o Ministro Luis Felipe Salomão apresentou, em voto vencido, entendimento oposto ao comumente aceito. Vale transcrever o seguinte trecho da referida manifestação:

Ora, se houve significativa transferência de capital – R\$ 172.662.142,59 – pelos acionistas controladores para outras sociedades por eles também controladas, sem que o autor tivesse qualquer participação em tais sociedades – sendo tais fatos incontroversos –, fica mais que evidenciado o prejuízo sofrido pelo autor individualmente, pois tamanha operação fraudulenta ocorreu em nítido detrimento da participação dele nos lucros da companhia<sup>534</sup>.

Ainda que o referido trecho mencione a atuação dos acionistas controladores, o Ministro Luis Felipe Salomão negou provimento ao Recurso Especial para manter a condenação em benefício do Espólio, inclusive contra os administradores, o que revela que, em seu entendimento, a redução da participação do Espólio nos lucros da Rádio Clube seria hipótese de dano direto ao acionista<sup>535</sup>.

Tal conclusão não parece acertada. Além de em desconformidade com os conceitos e os exemplos acima mencionados, somente há lucro em uma sociedade se o resultado da soma dos valores financeiros dos objetos dos direitos que compõem o ativo e dos valores financeiros dos objetos das obrigações que integram o passivo for positivo. Ou seja, o lucro claramente depende do patrimônio financeiro da companhia. Dessa forma, não há como

---

<sup>534</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.214.497-RJ, da 4ª Turma. Recorrente: Rádio Clube de Pernambuco S.A. e outros. Recorrido: Martinho de Luna Alencar – Espólio. Relator: Ministro Raul Araújo. Brasília, 06 de novembro de 2014.

<sup>535</sup> No Recurso Especial nº 1.327.357-RS, o Ministro Luis Felipe Salomão apresentou manifestação neste mesmo sentido. Embora tratasse de pedido de responsabilidade de administradores de sociedade limitada formulado por um dos sócios, decidiu-se que deveria ser aplicada, de forma supletiva, a disciplina da Lei das S.A.. Na hipótese, a Seno Grave e Cia Ltda. (“Seno Grave”) ajuizou ação indenizatória em face de Rui Alberto Grave e Adelmo Osterkamp administradores da Distribuidora de Bebidas Três Unidas Ltda. (“Três Unidas”), da qual a Seno Grave era sócia. Como fundamento do pedido condenatório, foi arguido que os administradores desviaram bens e recursos da Três Unidas e que teriam contribuído para a perda da representação da sociedade dos produtos da AmBev, em virtude da criação de uma terceira sociedade da qual os administradores eram sócios. O Ministro Luis Felipe Salomão entendeu cabível a propositura da ação pela Seno Grave, no que restou vencido. O voto vencedor, proferido pela Ministra Maria Isabel Gallotti, concluiu que, no caso, havia pedido de reparação de danos causados à sociedade, os quais somente de forma indireta impactaram a sócia Seno Grave. Vale transcrever trecho do referido voto: “A causa de pedir é o dano ao patrimônio da Distribuidora de Bebidas Três Unidas Ltda. O pedido é a reparação deste dano à Seno Grave e Cia Ltda. O patrimônio desfalcado, tal como reconhece expressamente a autora, é efetivamente da empresa Três Unidas. Do mesmo modo, a alienação de patrimônio foi feita pela Três Unidas, por meio de seus administradores. Se o patrimônio é próprio e a responsabilidade é limitada, não há como se condenar, por exemplo, a que os bens sejam restituídos aos sócios. Ainda que se reconheça que a empresa autora, como sócia, acabe tendo prejuízos, trata-se de prejuízos indiretos, reflexos, decorrentes do dano causado à empresa Três Unidas (...) O valor dos danos sofridos pela sociedade a seu patrimônio - e não diretamente ao patrimônio de determinado sócio - deve destinar-se à recomposição do capital social. Assim, será recomposto o valor das quotas sociais, beneficiando indiretamente todos os sócios na proporção de suas quotas, e garantindo-se o cumprimento das obrigações sociais em relação a eventuais credores” (grifo nosso). BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.327.357-RS, da 4ª Turma. Recorrente: Seno Grave e Cia Ltda. Recorrido: Rui Alberto Grave e Adelmo Osterkamp. Relator: Ministro Luis Felipe Salomão. Brasília, 20 de abril de 2017.

considerar que esta não seja uma modalidade de dano direto à companhia e indireto ao acionista.

Da mesma forma, se usarmos o raciocínio da exclusão da companhia da cadeia causal, verificamos que, se desconsiderarmos a diminuição patrimonial da sociedade, o valor da participação acionária do acionista permanecerá inalterado, concluindo-se que houve modificação tão somente porque o patrimônio social foi desfalcado.

Vale mencionar que o Ministro Raul Araújo, em voto vista, ratificou o entendimento do Ministro Relator, tendo, inclusive, destacado que “os atos apontados, tidos como abusivos, não foram dirigidos discriminadamente contra o autor ou determinado acionista, mas contra a sociedade, atingindo somente indiretamente os acionistas”<sup>536</sup>.

#### 4.5.4. Oscilação do Valor de Mercado das Ações

Como mencionado, parte significativa dos precedentes judiciais que enfrentou a diferenciação entre os danos causados à companhia e aos acionistas teve por base situações fáticas que envolviam companhias fechadas ou pleitos indenizatórios que não se referiam a perdas decorrentes da variação do valor das ações negociadas em bolsa de valores.

Sendo o objeto desta Tese o exame dos danos decorrentes das condutas dos administradores de companhias abertas, é necessário analisar o conceito de danos diretos e indiretos à luz das negociações de ações ocorridas no mercado de bolsa.

Este tema tem sido objeto de intenso debate e de inúmeras dúvidas. Divulgações de práticas ilícitas conduzidas por administradores de companhias abertas brasileiras e de situações que envolvem alterações significativas na produção de *commodities* de companhias brasileiras têm sido apontadas como causadoras de danos diretos aos acionistas, os quais supostamente teriam sofrido perdas em virtude da desvalorização do valor de mercado das ações de que eram titulares<sup>537</sup>.

Alguns autores indicam que a “oscilação ou mesmo a perda na cotação das ações de uma companhia aberta” não é hipótese de dano direto ao acionista<sup>538</sup>. Outros autores, no

---

<sup>536</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.214.497-RJ, da 4ª Turma. Recorrente: Rádio Clube de Pernambuco S.A. e outros. Recorrido: Martinho de Luna Alencar – Espólio. Relator: Ministro Raul Araújo. Brasília, 06 de novembro de 2014.

<sup>537</sup> Ver Capítulo 1.

<sup>538</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 911.

entanto, questionam a limitação atribuída às hipóteses de danos diretos causados aos acionistas. Para estes, a desarrazoada limitação à reparação dos danos impediria a eficaz tutela dos investidores e dificultaria a promoção do mercado de capitais<sup>539</sup>.

É difícil fixar uma regra única aplicável às hipóteses de oscilação do valor de mercado das ações quanto à sua caracterização como danos ao acionista passível de indenização. Isso porque, como vimos anteriormente, o conceito de danos e de suas modalidades direta e indireta pressupõe uma análise dos fatos que podem tidos como causa, bem como pressupõem uma verificação certa e concreta de ter havido “desordem” na ordem coletiva ou mutações patrimoniais exclusivas no patrimônio individual do acionista.

Por conta das incontáveis situações que podem gerar questionamentos a respeito da configuração de perdas indenizáveis aos acionistas relacionadas à alteração do valor de mercado das ações por eles detidas, o exame que ora se propõe tem por base especificamente a seguinte hipótese: a companhia emissora divulga informação ao mercado, por meio da qual revela a prática de fraudes contábeis conduzidas por seus administradores, que resultaram em ajustes nas demonstrações contábeis consistentes em diminuição do ativo e majoração do passivo.

A companhia também informa que tais ajustes decorreram da apuração de que os valores originalmente atribuídos aos objetos dos direitos integrantes do ativo encontravam-se inflados pela prática das fraudes e que o montante registrado no passivo era inferior aquele que efetivamente obrigava a sociedade. O acionista verifica que, nos pregões seguintes à divulgação da referida informação, o valor de mercado das ações sofreu depreciação. Questiona-se: houve dano ao acionista? Se sim, esse dano pode servir de fundamento para o pleito indenizatório em face do administrador?

A resposta a tais questões deve levar em consideração as premissas e os fundamentos a seguir exposto.

Premissa (i): O mercado de capitais é um mercado de risco.

---

<sup>539</sup> BARBOSA, Henrique Cunha. Responsabilidade de Administradores e Controladores: o “Caso Sadia” numa Incursão “Guerreiriana” para Além do Dever de Diligência e da Ação Social. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). **Direito Empresarial e outros estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 439-440. “Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro. Relatório Preliminar” do Grupo de Trabalho (GT) para Fortalecimento dos Meios de Tutela Reparatória dos Direitos dos Acionistas, constituído pelo Ministério da Economia e pela CVM. Disponível em: <https://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 22.12.2019.

A álea é inerente às negociações realizadas entre aqueles que investem no mercado de capitais e que procuram obter ganhos com as transações em bolsa ou por meio do recebimento de dividendos distribuídos pelas companhias emissoras. No entanto, risco não pode ser entendido como submissão a atuações abusivas.

Com efeito, há normas de natureza regulatória e repreensiva que visam a mitigar os riscos. Ou seja, normas que têm por objetivo impedir que abusos, práticas desleais e manipuladoras impeçam que os valores mobiliários sejam negociados de forma livre, refletindo o que se poderia denominar de riscos “normais” do livre mercado.

Diante disso, quando se indica como premissa da análise em curso que o mercado de capitais é um mercado de risco não se está sustentando que qualquer espécie de oscilação do valor de mercado deva ser considerada como resultado natural de um mercado de risco. Há fatores, para além dos riscos, que podem impactá-lo.

Assim, entende-se que a configuração de danos ao acionista, na situação sob exame, não deve se basear na premissa de uma assunção irrestrita de riscos, mas se fundamentar na análise dos requisitos objetivos da responsabilidade civil, quais sejam, configuração do dano e do nexos causal.

Premissa (ii): conforme a conclusão exposta no Capítulo 3, todo titular de ação é acionista, independentemente de a aquisição das ações ter tido por objetivo a sua manutenção em carteira por períodos mais longos ou de ter visado ao ganho com diferenças de preços de compra e venda em operações *day trade*<sup>540</sup>.

A aplicação desta premissa revela que a oscilação do valor de mercado da ação, que foi detida por menos de um dia ou por meses ou anos, deve ser enxergada como possível alteração no patrimônio de indivíduos que gozam da qualidade de acionista, independentemente da motivação que os levou a adquirir tais ações.

---

<sup>540</sup> Sobre a identificação dos diferentes interesses que orientam a aquisição de ações no mercado de bolsa: “Por outro lado, com o desenvolvimento do mercado de capitais, o interesse econômico dos acionistas não fica limitado apenas à distribuição de lucros, passando a incorporar uma visão de mais longo prazo calcada na valorização das ações. A geração de valor aos acionistas passa a depender fundamentalmente da evolução positiva da cotação bolsística (shareholder value or wealth). Sob enfoque menos imediatista, é possível dar tratamento adequado aos interesses de *stakeholders*, cujo atendimento somente agrega valor à companhia em horizontes mais dilatados de tempo, conciliando-os com os objetivos econômicos dos *shareholders*”. PINTO JUNIOR, Mario Engler. Análise Econômica da Propriedade Acionária. In: PEREIRA, Guilherme Teixeira (org.). **Direito Societário e Empresarial: Reflexões Jurídicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 158-159.

Fundamento (i): A perda, para se caracterizar como dano patrimonial indenizável, deve ser certa. Se o acionista mantém a ação sob sua titularidade, ainda que, no mercado de bolsa, ela esteja sendo negociada em valor abaixo do que ele originalmente adquiriu, não há materialização do dano. Tais “perdas” têm natureza eventual.

Como visto no presente Capítulo, a certeza do dano diz respeito ao prejuízo já ser conhecido, ainda que suas consequências sejam futuras. Assim, se o acionista continua titular das ações, qual seria a certeza, por exemplo, a respeito da diferença entre o valor pago na aquisição – momento da saída de recursos de seu patrimônio e entrada do bem no ativo – e o valor de venda?

De fato, se o acionista não aliena a ação, não se tem como saber qual a expressão em dinheiro que tal bem efetivamente representa em seu patrimônio.

A esse respeito, a doutrina estrangeira destaca que o dano sofrido pelo acionista – caracterizado como “reflexo” – somente torna-se certo (e determinado) pela alienação, de modo que o valor da ação não poderá mais ser recuperado ou retornar ao nível mais alto em que se encontrava antes do comportamento ilícito<sup>541</sup>.

Contra este entendimento poder-se-ia eventualmente opor a seguinte situação, que reflete o fato de a ação, na qualidade de elemento do ativo do patrimônio do acionista, poder expressar um valor em moeda. Se o acionista a adquiriu a ação a R\$ 10,00 (dez reais) e ela está sendo negociada no mercado de bolsa a R\$ 1,00 (um real) sua expressão financeira no patrimônio do acionista sofrerá decréscimo. Isso, por exemplo, poderia constituir um prejuízo ao acionista que deu tais ações em garantia a financiamento obtido junto à instituição financeira e foi obrigado a quitar antecipadamente o débito “em decorrência” da desvalorização das ações. Dessa forma, o prejuízo do acionista não seria caracterizado tão somente quando ele alienasse a ação.

Esta oposição parece-nos não ser suficiente para afastar nossa conclusão sobre a certeza de o prejuízo pressupor a venda da ação.

Em primeiro lugar, deve-se refletir sobre o momento da materialização da perda no patrimônio. A ação pode ter seu valor determinado a partir de diferentes critérios, sendo que alguns de tais critérios utilizam distintas formas e métodos de cálculo. Por exemplo, quando

---

<sup>541</sup> “The reflective loss only becomes certain (and fixed) by the sale, in the sense that the value of the share can no longer recover to the higher level it had prior to the unlawful behavior”. (Tradução livre: A perda reflexa somente se torna certa (e estabelecida) na venda, no sentido de que não existe mais a possibilidade de recuperação do valor da ação ao seu maior preço antes da prática da conduta ilegal). JONG, Bas J. de. Shareholders’s Claims for Reflective Loss: A Comparative Legal Analysis. **European Business Organization Law Review**, v. 14, Issue 1, p. 99, mar., 2013.

certa companhia pretende fixar o valor de aquisição das ações de uma terceira sociedade para fins de compra de seu controle, o valor – ou melhor, o preço – a ser pago aos acionistas de tal sociedade pode levar em consideração diferentes variáveis: fluxo de caixa, patrimônio líquido, sobrepreço atribuído pelo mercado aos negócios desenvolvidos pela sociedade, etc.

Além de o próprio valor da ação poder ser estabelecido de distintas formas, a sua definição ou expressão no patrimônio de seu titular é permeada por complexos elementos, os quais exemplificamos pelos seguintes questionamentos: (i) o prejuízo do acionista seria decorrente *ipsis literis* ao valor de mercado da ação?; (ii) se sim, corresponderia ao valor de mercado em determinado dia, em determinada hora ou a um período de tempo?; (iii) como escolher essa data, hora ou período?; (iv) dever-se-ia optar pela data em que foi atingido o menor valor da negociação da ação na bolsa de valores?; e (v) se no dia seguinte, ou mesmo no minuto seguinte, a ação passou a ser negociada em valores superiores, inclusive ao que foi pago pelo acionista quando a adquiriu? Esses questionamentos revelam que, para além da complexidade, definir ou precisar um momento para a “caracterização” do prejuízo seria um ato arbitrário.

Feita esta digressão voltamos à oposição quanto ao elemento “venda da ação” ser essencial para a caracterização de eventual prejuízo. Se o acionista não alienar a ação, a escolha de uma data para a verificação de sua expressão em moeda no ativo de seu patrimônio constituirá uma álea impeditiva da configuração da certeza essencial à reparabilidade do dano. Como visto, o valor de mercado das ações pode oscilar dentro de um mesmo pregão, ou ao longo de distintos pregões, da bolsa de valores. Assim, escolher, por exemplo, a data em que o valor de mercado atingiu seu patamar mais baixo para compará-lo ao preço pago na compra da ação constitui um ato aleatório.

A esse respeito, não concordar com “fixações aleatórias” ou definições arbitrárias tem por base a segurança que constitui um dos pilares fundamentais das ordens jurídicas<sup>542</sup>.

---

<sup>542</sup> BRASIL. Constituição Federal, de 05 de outubro de 1998. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 22.12.2019. PREÂMBULO: “Nós, representantes do povo brasileiro, reunidos em Assembléia Nacional Constituinte para instituir um Estado Democrático, destinado a assegurar o exercício dos direitos sociais e individuais, a liberdade, a segurança, o bem-estar, o desenvolvimento, a igualdade e a justiça como valores supremos de uma sociedade fraterna, pluralista e sem preconceitos, fundada na harmonia social e comprometida, na ordem interna e internacional, com a solução pacífica das controvérsias, promulgamos, sob a proteção de Deus, a seguinte CONSTITUIÇÃO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL”. Artigo 5º, *caput*: “Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:” (grifos nossos).

Passando a um segundo ponto da oposição, que diz respeito à expressão financeira da ação no patrimônio do acionista e à utilização desse valor mobiliário como fundamento para negócios por ele celebrados, consideramos que o pleito reparatório foge ao de recuperação da perda do valor da ação. Na verdade, indenizar prejuízos relacionados a transações com terceiros pressuporia a criação de uma cadeia causal necessária entre (i) a divulgação pela companhia de demonstrações contábeis ajustadas; (ii) o estabelecimento do valor de mercado das ações de emissão da companhia; (iii) a fixação do valor das ações no patrimônio como elemento de seu ativo; e (iv) o desfazimento do negócio. Esta tarefa, a nosso ver e como será exposto no fundamento (iii) abaixo, não é realisticamente possível.

Fundamento (ii): trata-se de dano indireto.

Como concluído acima, o dano indireto atinge o acionista como parte do grupo, na medida de sua participação acionária e representa uma “imitação” dos danos sofridos pela companhia, cujos efeitos são produzidos na esfera patrimonial individual dos acionistas.

Na hipótese em apreço, a perda do valor de mercado das ações, se atribuída à fraude perpetrada pelos administradores, causaria danos a todos os acionistas, já que todos são titulares de participação na companhia emissora. Além de o eventual dano decorrer de sua qualidade de acionista, ele é uma manifestação daquilo que também é imposto à companhia emissora.

Com efeito, examinando o nexa causal entre a conduta do administrador e a fixação do preço de venda da ação pelo acionista, o dano sofrido pela companhia – diminuição de seu ativo e incremento do passivo por conta das fraudes contábeis – constitui concausa apta a interromper a relação de necessidade essencial à configuração do referido nexa.

De fato, excluindo-se todos os demais fatos, a avaliação feita para a fixação do valor de mercado da ação leva em consideração, dentre outros fatores, os reflexos no patrimônio, na reputação, na capacidade de produção, na recuperação e desenvolvimento de negócios pela companhia.

Sem essas considerações a respeito da companhia, por evidente, o valor de mercado das ações deixaria de ser, na hipótese, reduzido. Aliás, conforme mencionado, a ação é um bem de segundo grau e, em situações justamente como a em exame, tem seus elementos, como a valoração realizada pelo mercado, definidos com base nos direitos e obrigações

---

subjacentes, isto é, nos direitos e obrigações integrantes do ativo e passivo do patrimônio da companhia.

A configuração, na hipótese, de dano indireto também é confirmada a partir da verificação de que não estão presentes os elementos caracterizadores de danos diretos.

Concluiu-se, neste Capítulo, que os danos diretos suportados pelos acionistas são aqueles que os atingem de modo singular, não constituindo lesão sofrida de forma indistinta pela generalidade de acionistas. Na hipótese em exame, a supressão das fraudes nas demonstrações contábeis e a eventual oscilação do valor de mercado da ação não atinge os acionistas de forma diferenciada. Todos sofreriam, em igual medida, os efeitos negativos da negociações das ações a valores mais baixos.

Fundamento (iii): deve-se reconhecer que o cenário em que se afirma haver nexo causal entre a perda sofrida pelo acionista, ao vender a ação por preço inferior ao do que a adquiriu, e a conduta do administrador é meramente teórico.

Na verdade, a formação do valor de negociação das ações no mercado decorre de inúmeros fatores, muitas vezes, impossíveis de serem individualizados.

À luz do disposto nos artigos 4º, 8º e 170 da Lei das S.A., verifica-se que as ações podem ser objeto de diferentes formas de avaliação. Aliás, conforme indicou José Luiz Bulhões Pedreira:

O valor que atribuímos a determinado bem mediante avaliação é, portanto, apenas provável, possível ou potencial:

a) a determinação do valor de troca não se baseia em troca efetiva no mercado, mas em padrão de relações de troca definido pelo mercado para bens iguais ou semelhantes; a avaliação estima a quantidade de moeda que provavelmente será obtida em substituição do bem caso ele venha a ser trocado no mercado, mas a quantidade realmente obtida quando da troca pode ser diferente da estimada na avaliação<sup>543</sup>.

Assim, quando se fala que uma determinada ação vale “x”, deve-se examinar a forma pela qual ela foi avaliada e os critérios que foram levados em consideração para determinar tal valor.

Alguns destes critérios são mais objetivos. Por exemplo, o valor nominal da ação corresponde à parcela do capital social expressa no estatuto social. O valor de patrimônio

---

<sup>543</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos Fundamentais**. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 163.

líquido da ação, por sua vez, resulta de uma operação aritmética decorrente da divisão do patrimônio líquido da companhia pelo número de ações em que se divide o capital social.

No entanto, o valor de mercado da ação é estabelecido por diferentes fatores, os quais não são determináveis com a precisão necessária à configuração de obrigações indenizatórias.

A esse respeito, vale mencionar que autores como Robert Schiller, Eugene Fama e Richard Thaler, prêmios Nobel de economia, dissentem sobre a formação do valor de negociação da ação no mercado. Sobre o tema, discutem se tal valor decorreria das informações disponíveis e, portanto, da eficiência e suficiência daquilo que está à disposição do investidor ao negociar as ações, ou ainda se o valor de mercado seria estabelecido a partir de determinados comportamentos humanos, muitos deles, imprevisíveis<sup>544</sup>.

Como se verifica, sequer há consenso em estudos realizados por renomados economistas mundiais sobre quais fatores causam a formação do preço de mercado da ação. Diante disso, deve-se concluir que o valor de mercado das ações decorre de uma conjuntura de fatores em que não é possível estabelecer, com precisão, aqueles que de forma necessária contribuem para a sua determinação.

Como visto, o nexa causal constitui um elemento essencial da responsabilidade civil que também deve ser identificado no âmbito da responsabilidade societária dos administradores de companhias abertas. De fato, não havendo na Lei das S.A. norma expressa que afaste ou crie presunções sobre o nexa de causalidade, a suposta vítima do dano deverá comprová-lo.

Além da essencialidade do nexa causal como elemento da responsabilidade, a ordem jurídica brasileira consagra o entendimento de que, para que se impute a determinada causa o dever de indenizar, deve-se demonstrar haver entre ela e o dano uma relação de necessariedade.

Diante disso, se considerarmos que a hipótese é a de reclamação pelo acionista de dano consistente na perda de valor de mercado das ações por ele detidas e que é impossível precisar quais fatos ou atos formam o valor de negociação em bolsa das ações, o liame de necessariedade entre as fraudes praticadas pelos administradores e a fixação do valor de mercado supostamente prejudicial ao acionista não se configurará. Nas palavras antes

---

<sup>544</sup> PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de; WALD, Arnoldo. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 397.

reproduzidas, não há como demonstrar que os atos dos administradores “operaram por si, dispensadas outras causas” a definição do valor de mercado das ações detidas pelo acionista.

Dessa forma, deve-se reconhecer, sob pena de desconfigurar a própria base da responsabilidade de natureza patrimonial, que, quando se trata de reclamação de dano consistente na oscilação do valor de mercado da ação, é praticamente impossível fixar o liame de necessidade entre a oscilação e o ato imputado ao administrador<sup>545</sup>.

A esta conclusão poder-se-ia apresentar a seguinte oposição: embora o nexo causal constitua elemento inafastável da responsabilidade, é possível que, em determinados casos, ele seja presumido. Aliás, esta seria a hipótese que se verifica no sistema norte-americano com a aplicação da teoria da “fraud on the market”.

Esta presunção, contudo, parece ser incabível – e não só em razão de o legislador não a autorizar de forma expressa.

Como se procurou demonstrar ao longo da Tese, a responsabilidade patrimonial dos administradores de companhias abertas deve levar em consideração as especificidades das relações societárias, as quais, em nosso entendimento, não autorizam a referida presunção.

Em primeiro lugar, o pedido de responsabilidade em apreço envolve e tem fundamento na posição jurídica exercida por aqueles que são titulares de ações. Com efeito, os acionistas, independentemente da motivação para a aquisição das ações ou do tempo que as mantenham sob sua titularidade, são partícipes da estrutura societária, exercendo direitos e obrigações em relação à companhia. Nesta posição, são titulares de um bem de segundo grau que lhes permite receber os lucros da sociedade, mas também lhes obriga a arcar com as perdas.

A esse respeito, no caso sob exame, supondo-se que o acionista adquiriu as ações no momento em que as demonstrações contábeis refletiam uma punjança financeira, muito provavelmente, ele recebeu dividendos, partilhando com a companhia de seu momento lucrativo.

Além disso, dada a complexidade inerente à sua relação com a companhia – em especial, a aberta – os acionistas não devem ser considerados vulneráveis ou hipossuficientes. Independente de sua maior ou menor capacidade econômica, tornar-se

---

<sup>545</sup> Diz-se “praticamente”, uma vez que há companhias abertas, no Brasil, cujas ações quase não são negociadas no mercado, por exemplo, algumas em que o controlador é titular de mais de 90% do capital votante. Em hipóteses como essa, quando há pouquíssimas transações no mercado, talvez seja possível precisar quando um certo fato impacta o valor de negociação em bolsa da ação.

acionista de uma companhia aberta constitui ato que ultrapassa as fronteiras de negócios típicos do “homem médio”. Dessa forma, criar uma presunção a respeito do nexo de causalidade em favor do acionista parece-nos desconsiderar essas características da posição jurídica por eles exercidas.

Além disso, no exercício de suas funções, o administrador de companhia aberta pode ser pessoalmente responsabilizado não só pela imposição de obrigações de indenizar. Pode também ser penalizado no âmbito administrativo e até criminal. Os valores e objetivos que orientam essas modalidades de responsabilidade são distintos dos da responsabilidade patrimonial, de modo que não enxergamos, no meio de recuperação de prejuízos, o mecanismo de punição ou repreensão que pode se verificar nas demais esferas.

Tais argumentos revelam, portanto, o não cabimento da presunção do nexo causal entre a fraude perpetrada pelo administrador e a oscilação do valor de mercado das ações de emissão da companhia aberta para fins da configuração da procedência do pleito reparatório que acionistas poderiam formular em face dos administradores na hipótese sob exame.

Fundamento (iv): Além da caracterização como dano indireto e da impossibilidade de determinação do nexo causal, deve-se lembrar que a alienação da ação, se realizada em bolsa, ocorre no âmbito do mercado secundário.

Embora não haja uma configuração precisa de quem ocupa a outro polo da relação de compra e venda da ação, aquele que a aliena – e, portanto, poderia pleitear a reparação do dano – o faz para alguém que está comprando. Nessa relação bilateral, estabelece-se um preço que não necessariamente será idêntico ao valor de mercado da ação.

Evidente que o valor de mercado constitui o parâmetro para a fixação do preço desta transação, e também que a fixação do preço não costuma afastar-se, de forma significativa, deste valor, tendo em vista que nenhum terceiro teria interesse em celebrar o negócio se afastado da realidade do mercado e se lhe fosse prejudicial. Não obstante, há de se reconhecer que a materialização do suposto dano decorreria de um contrato bilateral de compra e venda, em que os polos compradores e vendedores estabelecem o quanto pretendem se aproximar ou se afastar do valor de mercado das ações.

Assim, além dos fatos – cuja precisão é remota – que contribuem para a formação do valor de mercado da ação, o preço efetivamente pago pelo antigo acionista decorre de fatores atinentes à relação bilateral firmada com aquele que concorda em adquirir as ações no preço em que foram ofertadas.

Diante das premissas e fundamentos expostos acima, conclui-se que, na hipótese de a companhia aberta divulgar demonstrações contábeis com ajustes para baixo em seus ativos e incremento de seu passivo, tendo em vista a reavaliação de seus bens, direitos e obrigações, indicando que tais ajustes decorreram de fraudes contábeis conduzidas por ex-administradores, a eventual venda das ações pelo acionista a preço menor do que originalmente as tenha adquirido não constitui hipótese apta a fundamentar pleito indenizatório formulado de forma direta pelo acionista em face dos administradores.



## CONCLUSÃO

A Tese teve como origem a constatação de que, ao longo dos últimos anos, houve significativo incremento na propositura de ações judiciais e de procedimentos arbitrais, tendo como causas de pedir mutações patrimoniais desfavoráveis às companhias abertas brasileiras e a seus acionistas relacionadas a atos ilícitos ou a atos praticados com dolo ou culpa pelos integrantes de sua administração.

Embora verifique-se um aumento do ativismo no âmbito da responsabilidade societária, diversos questionamentos relativos aos direitos de reparação fundados em relações societárias ainda se mostram presentes e devem ser enfrentados por estudos acadêmicos.

Diante disso, a partir do desenvolvimento teórico e prático no presente trabalho, focado nos danos que podem decorrer da atuação dos administradores de companhias abertas, passa-se a sintetizar as conclusões e propostas da Tese:

1. Estabeleceu-se um corte temático a respeito do estudo da responsabilidade societária, excluindo-se da presente Tese o exame da conduta dos controladores e da companhia perante seus acionistas, voltando-se a análise para aspectos relativos à responsabilidade daqueles que “presentam” a companhia no mundo real e jurídico, ou seja, seus administradores.
2. Elegeu-se as companhias abertas como objeto de estudo, uma vez que nelas o vínculo firmado entre a sociedade e os administradores ganha maior autonomia em relação aos acionistas. Com efeito, em tais sociedades, diante da redução do papel, ou até inexistência de acionista controlador definido, os administradores ficam encarregados de tomar decisões não só de representação, mas de macro e microgestão da companhia.
3. Ao confrontar as características das companhias abertas brasileiras com as “publicly-held corporations” constituídas sob a égide do ordenamento jurídico norte-americano, viu-se que, nas companhias americanas, a dispersão do capital confere mais independência aos administradores e, por consequência, incrementa a complexidade de sua relação com a companhia e com os acionistas e o potencial lesivo de sua atuação. Contudo, esclareceu-se que, diante da realidade da estrutura de capital de grande parte das companhias abertas brasileiras, o foco do trabalho não recairia sobre companhias com significativa dispersão do capital social ou sem controlador definido, ainda que dúvidas e questões adicionais pudessem surgir diante de uma atuação mais autônoma do administrador.
4. De toda forma, nas companhias abertas, diferentemente das fechadas, já é possível

identificar distintos centros de interesses e uma pluralidade de relações jurídicas que tal sociedade tem com os acionistas e com os titulares de outros valores mobiliários de sua emissão, as quais, naturalmente, fazem com que, num cenário de irregularidades ou de desvios na condução dos negócios sociais praticados pelos administradores, a própria sociedade e os investidores possam ser significativamente afetados.

5. Estabelecidas essas premissas, e a partir da constatação da relação orgânica entre a companhia aberta e seus administradores, ponderou-se a respeito do cabimento da responsabilidade autônoma e pessoal daqueles que, em última análise, “presentam” a companhia. Na verdade, ainda que à referida relação aplique-se a teoria do órgão e os seus efeitos, o administrador não “é” o órgão que compõe a companhia, mas sim exerce e desempenha funções em seu benefício. De fato, os administradores não perdem a sua individualidade, de modo que, ao ultrapassarem os limites dos denominados “atos regulares de gestão”, deixam de desempenhar as obrigações que lhes cabem no exercício do cargo e passam a atuar como pessoa autônoma e distinta da companhia.

6. Ainda que consista em conceito jurídico aberto, a definição dos atos regulares de gestão para fins da responsabilidade dos administradores de companhias abertas, na forma do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, deve levar em consideração o caráter finalístico do interesse social, isto é, a pertinência do ato praticado pelo administrador quanto às atividades próprias da companhia e à salvaguarda do fim lucrativo e dos objetivos dos demais *stakeholders* que em torno dela gravitam. Nesse sentido, visando a dar concretude a tal conceito, o referido dispositivo legal considera que não haverá ato regular de gestão quando o administrador agir com dolo ou culpa ou em infração à lei ou ao estatuto social.

7. Diante também da falta de concretude do conceito de atuação com culpa atribuída ao administrador e da necessidade de se atribuir significado ao descumprimento da lei ou do estatuto, o exame da conduta do administrador, para fins da imputação do dever de indenizar, deve necessariamente ser orientado pela averiguação do cumprimento do dever de diligência, em sua acepção procedimentalizada. Isto é, o administrador terá agido com culpa ou de forma ilícita e poderá ser responsabilizado pelos danos que daí decorrerem se não tiver adimplido os “subdeveres” de (i) se qualificar para o exercício do cargo; (ii) bem administrar; (iii) se informar; (iv) investigar; e (v) vigiar, e não tiver adotado procedimentos concretos para a implementação de tais subdeveres.

8. Estes fundamentos estabelecidos pela ordem societária brasileira como necessários para a configuração da responsabilidade e imputação ao administrador da obrigação de

indenizar, na hipótese de danos, não se confundem com aqueles nos quais se baseiam outros ordenamentos jurídicos. Nesse sentido, explicou-se que, de forma distinta ao regime societário brasileiro, a teoria da “fraud-on-the-market” autoriza a responsabilidade dos administradores de “publicly-held corporations”, nos Estados Unidos da América, em decorrência de oscilações no valor de mercado das ações atribuíveis, em tese, a falhas informacionais por eles cometidas.

9. Sob o argumento de que os acionistas negociam ações levando em conta, muito provavelmente, determinada informação prestada pela companhia, por intermédio de seus administradores, a aplicação da teoria da “fraud-on-the-market” representa a presunção das denominadas “transaction causation” e “loss causation”, isto é, presume-se o liame (i) entre a informação omitida ou a enganosa e a decisão de compra ou venda das ações, (ii) entre a revelação de uma nova informação e a oscilação do preço das ações e, ainda, (iii) entre esta nova informação e o dano causado.

10. Além de não se mostrar compatível com o direito brasileiro, no qual exige-se a configuração do nexo de causalidade entre o ato ilícito ou a conduta e o dano, a aplicação da teoria da “fraud-on-the-market” tem sido, em certa medida, restringida pelas Cortes norte-americanas, bem como criticada pelos estudiosos do tema, pois (a) tem representado um mecanismo de salvaguarda dos interesses dos patrocinadores das ações coletivas, por meio das quais as pretensões indenizatórias são formuladas, e não dos acionistas supostamente prejudicados, (b) tem implicado situações desfavoráveis para os acionistas que, alinhados ao interesse social, mantêm sua posição acionária e veem o patrimônio social ser desfalcado em razão dos acordos milionários celebrados com aqueles que pleiteiam indenização com base na aplicação da teoria, e (c) em razão de muitas das ações judiciais, nas quais sua aplicação é pleiteada, terminarem por acordo, tem impedido o efetivo exame da conduta lesiva dos administradores das “publicly-held corporations”.

11. Tendo-se concluído que a responsabilidade dos administradores de companhias abertas brasileiras somente pode ser reconhecida se fundamentada no artigo 158 da Lei das S.A., verificou-se que a indenização aos danos causados aos acionistas e à própria companhia pode ser obtida por meio (i) da ação civil pública, disciplinada pela Lei nº 7.913/1989, (ii) da celebração de termos de compromisso com a Comissão de Valores Mobiliários, (iii) de mecanismos privados, como o mecanismo de ressarcimento de prejuízos - MRP, que pode ser celebrado com a BSM Supervisão de Mercados, e a imposição de penalidades pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão às pessoas vinculadas ao Novo Mercado,

cuja aplicação deve levar em consideração, nos termos do regulamento de tal segmento, os danos resultantes para o mercado e para os seus participantes, (iv) da ação de responsabilidade civil regulada no artigo 159 da Lei das S.A., a qual pode ser proposta tanto pela via judicial, como arbitral.

12. Em relação aos referidos meios, a Tese analisou-os, especialmente, visando a identificar sua eficácia. Nesse sentido, concluiu-se ser necessário ampliar o rol de legitimados para a propositura da ação civil pública regulada pela Lei nº 7.913/1989, ratificar sua utilização como mecanismo preventivo de danos aos investidores e ao mercado de capitais como um todo, facilitar a participação de investidores e ajustar a fase de sua habilitação ao recebimento da indenização dos danos que tenha sido judicialmente reconhecido, bem como implementar um fundo de destinação específica para receber recursos auferidos no âmbito de tais ações e que não sejam reclamados pelos investidores.

13. Com efeito, tal como se verifica no âmbito dos termos de compromisso, indenizações e pagamentos que, em tese, têm por objetivo salvaguardar os interesses dos investidores do mercado de capitais brasileiro, perdem seu propósito e sua efetividade ao serem direcionados para o Tesouro Nacional. A constituição de fundo específico, nos moldes que havia sido cogitado pela Medida Provisória nº 584/2017, gerido pela Comissão de Valores Mobiliários, parece ser uma proposta adequada para a destinação de tais recursos.

14. Além disso, cogitou-se, nos moldes do MRP, a criação de uma forma privada para a satisfação do direito à indenização daqueles que venham a sofrer danos em decorrência da conduta dos administradores de companhias abertas. Todavia, reconheceu-se que meios privados de reparação de danos encontram uma limitação estrutural para a sua aplicação: para serem efetivos, devem ter como base um grupo específico de agentes e de prejudicados, devem ser constituídos por aportes realizados pelos potenciais responsáveis pelos danos e devem visar a reparar as perdas decorrentes de atos previamente identificáveis como lesivos.

15. Na esfera das relações entre os participantes do mercado e os intermediários das negociações de valores mobiliários em bolsa de valores, objeto do MRP, é possível ter um controle elementar a respeito de quem e em face de quem se pode pleitear a reparação de danos, bem como de quais atos podem dar ensejo aos pleitos reparatórios. Por outro lado, no âmbito do mercado de capitais como um todo, a pluralidade de condutas dos administradores de companhias abertas que podem dar origem a danos, a falta de robusta capacidade contributiva dos administradores e a indeterminação daqueles que podem sofrer os danos representam dificuldades para que se cogite da criação de um mecanismo privado de

indenização dos prejuízos que decorram da incidência do disposto no artigo 158 da Lei das S.A..

16. A reparação dos prejuízos não enfrenta somente dificuldades. Na verdade, viu-se que é plenamente possível obter a indenização em face dos administradores por meio de procedimentos arbitrais. Com efeito, em decorrência de fatores como a falta de especialização e a morosidade do Poder Judiciário, a via arbitral tem sido eleita, muitas vezes, para a solução de conflitos societários. Aliás, a inclusão do § 3º ao artigo 109 e do artigo 136-A à Lei nº 6.404/1976 confirma essa opção e o incentivo do legislador brasileiro à utilização da arbitragem.

17. A adoção da cláusula compromissória estatutária por companhias abertas, obrigatória para aquelas que tenham suas ações listadas nos segmentos do Novo Mercado e do Nível 2 da B3 S.A., gerou, ao longo dos anos, dúvidas a respeito daqueles que a ela estariam vinculados e das matérias e espécies de conflitos que poderiam ser submetidos à decisão dos árbitros.

18. Conforme concluiu-se, os administradores são pessoas naturais capazes, que podem vincular-se a uma cláusula compromissória. Além disso, dada a natureza da relação orgânica que têm com a companhia, as cláusulas compromissórias estatutárias podem validamente produzir efeitos em relação a eles, obrigando-os a iniciar ou se submeter à arbitragem, ainda que a cláusula não os mencione expressamente.

19. Ademais, os procedimentos arbitrais podem validamente ser utilizados para decidir a respeito de pleitos fundamentados nos artigos 158 e 159 da Lei das S.A., uma vez que a ação de responsabilidade do administrador discutirá direitos patrimoniais e disponíveis, isto é, examinará o direito, seja da companhia, seja do acionista, ou de ambos, de obter a reparação de danos que lhes tenham sido causados.

20. Uma resistência que se poderia aventar quanto a esse tipo de disputa ser submetida à arbitragem diz respeito à concessão do *quitus* aos administradores na forma do artigo 134, § 3º, da Lei nº 6.404/1976, o qual, para ser afastado e, por consequência, autorizar o pleito indenizatório em face do administrador, pressupõe a propositura de ação da anulação da deliberação assemblear que aprovou, sem reservas, as contas da administração. Embora se trate de ponto importante, o problema levantado por alguns doutrinadores diz respeito muito mais à publicidade e à produção de efeitos da decisão do tribunal arbitral quanto à eventual anulação de deliberação da assembleia geral e não propriamente a um empecilho para a solução desse tipo de disputa pela via arbitral.

21. Como sustentado, a Tese não antevê problema quanto à anulação de deliberação ou maiores dificuldades à formulação de pleitos reparatórios em face dos administradores, uma vez que toda e qualquer ação para anular deliberação assemblear pressupõe, em virtude de a assembleia geral não ter personalidade jurídica própria, a presença da companhia no polo passivo da demanda. Diante disso, se houver pronunciamento favorável à desconstituição da aprovação das contas da administração, como a companhia terá participado do procedimento arbitral, sua administração terá conhecimento da decisão e, na forma de seu dever de manter o mercado devidamente informado, deverá comunicá-la aos acionistas e ao mercado em geral.

22. Verificada a existência de mecanismos por meio dos quais os acionistas e a companhia podem obter a reparação de danos que lhes sejam causados pelos administradores, partiu-se para a identificação da linha divisória entre os danos acarretados aos acionistas e à companhia. Com efeito, a disciplina específica da Lei das S.A. estabelece que os acionistas somente podem propor ação contra os administradores pelos danos que lhes tenham sido causados de forma direta e, de forma extraordinária, em favor da companhia, pelos prejuízos que a ela tenham sido impostos.

23. Diante do disposto no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976, concluiu-se que, para fins da fixação da legitimidade para a propositura da ação de responsabilidade dos administradores, deve-se configurar ofensa ao patrimônio da companhia, do acionista ou de ambos.

24. A esse respeito, a segregação entre o patrimônio da companhia e dos acionistas está relacionada à autonomia que decorre da constituição da pessoa jurídica. A companhia aberta, como espécie de pessoa jurídica, embora dependa, em grande medida, dos administradores e dos acionistas para a formação de sua vontade, constitui centro de interesses, de direitos e obrigações autônomos, o qual pode ser titular de patrimônio.

25. Nesse sentido, o conceito de patrimônio, pouco explorado para fins da responsabilidade societária, foi examinado à luz do direito civil, tendo sido identificado como expressão da pessoa de seu titular ou como elemento integrante da teoria dos bens. Diante das dificuldades na aplicação de tais definições ao tema, propôs-se que, para fins da responsabilidade dos administradores, os danos causados aos acionistas e à companhia sejam identificados com base no conceito financeiro de patrimônio, isto é, na diminuição ou no aumento da quantidade de moeda em que os objetos, respectivamente, dos direitos e obrigações integrantes do patrimônio possam ser convertidos.

26. Sabendo-se, todavia, que o patrimônio tanto da companhia quanto dos acionistas é

composto por direitos e obrigações e podem ser expressados em moeda, concluiu-se que a delimitação da legitimidade e do direito à recuperação dos danos pressupõe o exame do elemento de interseção entre os referidos patrimônios, ou seja, o estudo da ação. Esse valor mobiliário, cujo conceito está relacionado ao capital social, mas também ao feixe de direitos e obrigações que dele decorrem, constitui um bem de segundo grau, isto é, os direitos políticos e econômicos que são atribuídos aos acionistas dependem e estão relacionados a outros direitos integrantes do patrimônio social.

27. Diante disso, delimitar o que constitui dano causado pelo administrador ao acionista, de forma direta ou indireta, deve levar em consideração que a relação jurídica que fundamenta o pleito reparatório tem, em sua origem, uma outra pessoa – a companhia – cujo patrimônio também pode ser afetado pela conduta do administrador.

28. Além disso, embora a ação constitua um título que, em regra, confere a todos os seus titulares o *status soci*, algumas peculiaridades, como a espécie e classe de ações e o mercado em que são negociadas, podem afetar a configuração e a quantificação da obrigação de indenizar que possa ser imposta ao administrador.

29. Vistos, assim, o fundamento da responsabilidade do administrador, os meios de recuperação dos prejuízos e a base para diferenciação entre as lesões impostas aos acionistas e à companhia, estudou-se o dano propriamente dito. Esclareceu-se que, embora a Lei das S.A. seja específica em relação ao Código Civil, ela somente regulou alguns aspectos relativos à responsabilidade dos administradores, como, por exemplo, as características das condutas que podem originar a obrigação de indenizar e a legitimidade para reclamar as perdas. Há elementos também essenciais à configuração da responsabilidade que a lei societária não normatizou, devendo-se aplicar a disciplina geral do direito civil, sopesada com os aspectos peculiares ao direito societário.

30. Tradicionalmente conceituado como lesão ao patrimônio, a Tese, em conformidade com os ditames constitucionais e amparada pela melhor doutrina, identificou o dano, genericamente, como lesão a qualquer bem jurídico. Ainda em observância às peculiaridades da companhia aberta, deixou-se claro que, no exame do patrimônio, o dano pode implicar o aumento do valor em moeda representado pelas obrigações e pelas dívidas ou a diminuição da expressão monetária dos bens e direitos que compõem o ativo.

31. Para que tanto o acionista quanto a companhia possam pleitear a responsabilidade dos administradores, os danos que lhes tenham sido causados devem ser certos e atuais. Além disso, para fins da legitimidade ordinária prevista no artigo 159 da Lei nº 6.404/1976,

as perdas sofridas pelo acionista e pela companhia devem ser identificadas como modalidade de danos diretos.

32. Ainda que os danos diretos e indiretos representem efetivas perdas sofridas pelas vítimas, em regra, não se reconhece o direito ao ressarcimento dos danos indiretos, seja porque há um outro ato ou fato – distinto daquele relacionado ao agente – ao qual se imputa a causa do dano, seja porque há uma outra vítima que se interpõe entre o agente e aquele que o reclama.

33. Nesse sentido, perquirir se determinado dano caracteriza-se como direto ou indireto e se pode ou não fundamentar pleito de responsabilidade patrimonial pressupõe examinar o nexo de causalidade entre a conduta do administrador e a perda sofrida. Tendo sido examinadas as teorias mais relevantes a respeito da definição do nexo de causalidade, a Tese propõe que a identificação do liame causal leve em consideração a teoria da necessariedade da causa.

34. A esse respeito, em primeiro lugar, deve ser identificado se, no caso sob exame, trata-se de causas sucessivas ou simultâneas, isto é, verificar a posição do ato imputado ao administrador dentro da ordem cronológica de eventos. Na hipótese de causas simultâneas, se todas forem diretas, deve-se examinar a forma pela qual contribuiu para o dano, excluindo-se algumas delas ou repartindo o dever de indenizar entre os seus responsáveis. Por outro lado, na hipótese de causas sucessivas, examina-se a relação de necessariedade entre a causa e o dano. Caso a causa primeira tenha sido necessária para a produção do dano, deve-se examinar se a causa sucessiva não constitui modalidade de concausa interruptiva do liame entre a anterior e o dano.

35. A partir desse procedimento para a fixação do nexo causal, passou-se à sua aplicação à disciplina da responsabilidade dos administradores de companhias abertas. Verificou-se, de forma pormenorizada, prévios pronunciamentos doutrinários, nacionais e estrangeiros, sobre a caracterização dos danos capazes de justificar a imposição da obrigação de reparação aos administradores, bem como foram analisadas hipóteses de comportamentos dos administradores e de direitos dos acionistas que poderiam fundamentar os pleitos indenizatórios.

36. Confrontando os conceitos de direito civil e os entendimentos proferidos no âmbito do direito societário, concluiu-se que:

(A) identifica-se como danos ao patrimônio da companhia aqueles que (i) impliquem lesão ao equilíbrio ou à harmonia dentro da sociedade, (ii) afetem o interesse da coletividade

societária, ou (iii) representem o rompimento da ordem geral da companhia. Trata-se de lesão que, por dizer respeito à diminuição dos valores representativos dos elementos do ativo ou à majoração do montante representado pelos elementos do passivo do patrimônio da sociedade, afetam os interesses autônomos da companhia;

(B) a partir dos danos causados à companhia advêm danos aos acionistas que são indiretos, uma vez que (a) atingem os acionistas como parte do grupo e na medida de sua participação acionária, (b) são suportados pelos integrantes de uma mesma classe de acionistas de forma idêntica, (c) representam uma “imitação” dos danos sofridos pela companhia cujos efeitos são produzidos na esfera patrimonial individual dos acionistas, (d) são intermediados ou interferidos pela presença da sociedade, (e) consistem em mutações dos direitos patrimoniais dos acionistas que decorrem da ação, isto é, representam diminuição dos direitos aos dividendos e da participação nos haveres da sociedade no caso de liquidação; e

(C) danos diretos suportados pelos acionistas em decorrência das condutas, dolosas ou culposas, em infração à lei ou ao estatuto social, dos administradores de companhias abertas, (i) podem ser definidos como aqueles que atingem acionista de forma singular; (ii) são marcados pela pessoalidade, não constituindo lesão sofrida de forma indistinta pela generalidade de acionistas, (iii) continuam a existir na hipótese de ser realizado um exercício mental quanto à cadeia causal, com base no qual se exclua a companhia da sequência de atos e fatos e se verifique, mesmo assim, a manutenção do dano.

37. Especificamente em relação aos danos indiretos sofridos pelos acionistas, a Tese confirmou a impossibilidade de sua reparação por meio da propositura de ação autônoma pelo acionista, em virtude de a presença da companhia consistir em concausa interruptiva do nexo causal, bem como de o *caput*, § 3º, § 4º e § 7º do artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 terem optado pela salvaguarda do patrimônio diretamente afetado, isto é, o patrimônio da companhia.

38. Essa escolha do legislador não foi aleatória, estando fundamentada (i) na autonomia da pessoa jurídica; (ii) na vedação ao enriquecimento ilícito; (iii) na configuração do interesse social que é independente e não constitui um mero somatório dos interesses individuais dos acionistas; (iv) na devida organização processual para a reclamação de prejuízos; (v) na salvaguarda da disciplina específica de distribuição de lucros auferidos pelas companhias abertas; e (vi) na proteção do patrimônio social que ampara os direitos dos credores da companhia e dos demais *stakeholders*.

39. Visando a respaldar os conceitos propostos e a ratificar o entendimento sobre a

impossibilidade de os acionistas, de forma autônoma, recuperarem os danos que lhes tenham sido causados indiretamente, recorreu-se ao exame de precedentes do Superior Tribunal de Justiça, verificando-se que poucas vezes foram analisadas condutas de administradores de companhias abertas, mas que, mesmo assim, tem prevalecido a posição alinhada com as conclusões acima expostas.

40. Finalizou-se o estudo com um esforço adicional de confirmação das propostas da Tese, mediante o exame de eventual pleito reparatório formulado por acionista com base em desvalorização do valor de mercado das ações de que seja titular. Dada a amplitude de situações que podem envolver a oscilação do valor de mercado das ações de emissão de uma companhia aberta, o exame recaiu sobre hipótese em que, diante de divulgação pela companhia emissora de demonstrações contábeis ajustando negativamente o patrimônio social, em decorrência de uma prévia e equivocada inflação dos ativos e diminuição dos passivos, o acionista reclama danos causados pelo administrador consistentes na desvalorização do valor de mercado das ações de que é titular, em virtude de o administrador ter fraudado as contas da companhia.

41. Nesta situação, a aplicação dos conceitos propostos impede a propositura de ação autônoma pelo acionista e o reconhecimento de seu direito individual à reparação, uma vez que (i) as perdas por ele sofridas constituem uma “imitação” daquelas impostas à companhia e o atingem de forma semelhante todos aqueles que são titulares da mesma classe de ações, (ii) o dano deixaria de existir caso a companhia fosse excluída da cadeia causal, que se constitui entre a atuação fraudulenta do administrador e a diminuição do valor de mercado das ações, (iii) diante da falta de definição precisa dos elementos que contribuem para a formação do valor de mercado de uma ação, não é possível estabelecer a relação de necessidade entre a divulgação das demonstrações financeiras ajustadas e a fixação do valor de mercado da ação e, muito menos, com o preço que o seu titular a aliene no mercado secundário.

42. Como esclarecido, este foi um exemplo, dentre inúmeros, que a Tese poderia se valer para validar as conclusões a respeito da configuração dos danos diretos e indiretos e de sua reparabilidade, na forma dos artigos 158 e 159 da Lei das S.A.. Quanto mais se siga adiante no exame de situações concretas, novas oportunidades de confirmação das propostas podem surgir, mas também novas dúvidas e questionamentos podem ser colocados.

Assim, a Tese não exauriu – nem nunca teve essa pretensão – o estudo dos aspectos relacionados à teoria da responsabilidade societária. Dentro do escopo que se propôs, o

estudo buscou contribuir para um olhar mais apurado sobre os fundamentos, os meios de recuperação e os danos relativos à obrigação indenizatória que pode ser imposta por acionistas e pela companhia aberta a seus administradores.



## REFERÊNCIAS

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

ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972.

AMARAL, Francisco. **Direito Civil: Introdução**. 5. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003 *apud* MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral**. tomo V, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. **Extensão da Cláusula Compromissória a Partes não Signatárias no Direito Societário**. Revista do Advogado, v. 119, ano XXXIII, abril, 2013.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade Administrativa e Civil do Ofertante e do Intermediário pelo Conteúdo do Prospecto: *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (org.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2010.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: limites e possibilidades. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 34, ano 9, out./dez., 2006.

AUBRY, Charles; RAU, Greta. **Cours de Droit Civil Français d'après la méthode de Zacharie**. Paris: Marchal&Billard, 1917.

BAPTISTA, Silvio Neves. **Teoria Geral do Dano: de acordo com o Novo Código Civil Brasileiro**. São Paulo: Atlas, 2003.

BARBOSA, Henrique Cunha. Responsabilidade de Administradores e Controladores: O “Caso Sadia” numa Incursão “Guerreiriana” para Além do Dever de Diligência e da Ação Social. *In*: **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BAUDRY-LACANTINERIE, Gabriel; WAHL, Alberto. **Trattato Teorico-Pratico di Diritto Civile: Dei Beni**. Milão: Dottor Francesco Vallardi, 1920.

BEDAQUE, José Roberto dos Santos. **Efetividade do processo e técnica processual**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

BERLE, Adolph A; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. 10. ed. New Brunswick (Estados Unidos da América) e Londres (Reino Unido): Transaction Publishers, 2009.

BIFANO, Elidie Palma; BENTO, Sergio Roberto de Oliveira. **Aspectos Relevantes do Direito de Empresa de acordo com o Novo Código Civil**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

BONELLI, Franco. L'Art. 129 Legge Draghi: L'Azione Sociale di Responsabilità Esercitata dalla Minoranza dei Soci e l'Assicurazione Contro i Rischi Incorsi nella Gestione. *In*: BONELLI, Franco *et al.* **La Riforma delle Società Quotate: Atti Del Convegno di Studio**. Milão: Giuffrè, 1998.

BORN, Gary B. **International Commercial Arbitration. Second Edition**. Kluwer Law International, 2014.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

BULGARELLI, Waldírio. Apontamentos sobre a Responsabilidade dos Administradores das Companhias. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 50, ano XXII, abr./jun., 1983.

BULGARELLI, Waldírio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

BULGARELLI, Waldírio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CADIET, Loïc; NORMAND, Jacques; MEKKI, Soraya Amrani. **Théorie Générale du Procès**. 2. ed. Presses Universitaires de France, 2010.

CALERO, Fernando Sánchez. **Los Administradores de las Sociedades de Capital**. 2. ed. Pamplona: Arazandi, 2007.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e processo: um comentário à Lei 9.307/96**. São Paulo: Atlas, 2009.

CARPES, Artur Thompsen. **A prova do nexo de causalidade na responsabilidade civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3, 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CASO, Rubén H. Compagnucci. Responsabilidad Civil y Relación de Causalidad *In*: CASO, Rubén H. Compagnucci; ZANNONI, Eduardo A. **Seguros y Responsabilidad Civil**. Buenos Aires: Astrea, 1984.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. Os Deveres e Responsabilidades dos Administradores das Companhias Abertas. In: Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo (org.). **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015

CHOPER, Jesse H; COFFEE JR, John C; GILSON, Ronald J. **Cases and Materials**. 8. ed. Riverwoods: Aspen Publishers, 2012.

CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. New York: Aspen Law & Business, 1986.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v. 2., 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

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.

COELHO, Francisco Manuel Pereira. **O Problema da Causa Virtual na Responsabilidade Civil**. Coimbra: Almedina, 1998.

COFFEE JR., John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation Ownership and Control. **Yale Law Journal**, v. 111, 2001.

COFFEE JR., John C. **Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future**. Londres: Harvard University Press, 2015.

COMPARATO, Fabio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COMPARATO, Fábio Konder. O Direito ao Dividendo nas Companhias Fechadas. *In*: COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaios e Pareceres sobre Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder. Função Social da Propriedade dos Bens de Produção. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 63, ano xxv, jul./set., 1986.

CONRAD, Alfred F. The Liabilities of Corporate Directors and Officers in the United States. *In*: **La Società per Azione alla Metà del Secolo XX**. v. 1. Padova: CEDAM, 1962.

CORDEIRO, Antônio Menezes. Manual de Direito das Sociedades, v. 1., n. 64. *apud* ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

CORDEIRO, Antônio Menezes. Manual de Direito das Sociedades, v. 2., n. 206 *apud* ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

CORDEIRO, António Menezes. **Da responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais**. Lisboa: LEX, 1997.

CORDEIRO, Catarina Pires. Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português. **Revista O Direito**, ano 137, v. I, 2005.

CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

CUEVA, Ricardo Villas Bôas. Termo de compromisso no processo administrativo sancionador do Banco Central: possibilidades e limites. *In*: OSÓRIO, Fábio Medina (coord.). **Direito Sancionador – Sistema Financeiro Nacional**. Belo Horizonte: Fórum, 2007.

CUNHA, Paulo. **Do património**. Lisboa: Minerva, 1934.

CUPIS, Adriano de. **Il Dano: Teoria Generale Della Responsabilità Civile**. v. 1., 2. ed. Milão: Giuffrè, 1966.

DIAS, José de Aguiar. **Da Responsabilidade Civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

DIDIER, Fredie. A intervenção judicial do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Art. 89 da Lei Federal 8.884/1994) e da Comissão de Valores Mobiliários (Art. 31 da Lei Federal 6.385/1976). **Revista de Processo**, São Paulo, v. 115, maio/jun., 2004.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro: Responsabilidade Civil**. v. 7., 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

DUBEUX, Julio Ramalho. **Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro**. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2006.

DUGUIT, Léon. **Traité de Droit Constitutionnel**. Paris: Fontermoing, 1927.

EISENBERG, Melvin Aron. **Corporations and Other Business Organizations**. New York: Foundation Press, 2000.

EISENBERG, Melvin Aron. The Duty of Care of Corporate Directors and Officers. **University of Pittsburgh Law Review**, Pittsburgh, v. 51, n. 4, 1990.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. I, II e III. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. A “fraud on the market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro? *In*: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira;

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

EIZIRIK, Nelson. Arbitrabilidade objetiva nas sociedades anônimas e instituições financeiras. *In: Direito Societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

EIZIRIK, Nelson. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson; WEBER, Ana Carolina. Arbitragem e Direito Societário. *In: CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Ferreira e MARTINS, Pedro Batista (coord.). 20 anos da Lei de Arbitragem Homenagem a Petrônio R. Muniz*. São Paulo: Atlas, 2017.

ENEI, José Virgílio Lopes. A arbitragem nas sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 129, jan./mar., 2003.

FABRETTI, Láudio Camargo. **Direito de Empresa no Novo Código Civil**. São Paulo: Atlas, 2004.

FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub. **Termo de Compromisso em Processo Administrativo Sancionador da Comissão de Valores Mobiliários**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub; BRAUN, Lucas. Artigo 11º. *In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei de Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FERRANINI, Guido; PERUZZO, Gian Giacomo; ROBERTI, Marta. Corporate Board in Italy. *In: DAVIES, Paul; HOPT, Klaus J.; NOWARK, Richard; VAN SOLINGE, Gerard. Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2013.

FERRARA, Francesco. **Trattato di Diritto Civile Italiano**. v. I. Roma: Athenaum, 1921.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Sociedades Mercantis**. v. III. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1958.

FERREL, Allen; ROPER, Andrew H. Price Impact, Materiality and Halliburton II. **Washington University Law Review**, v. 93, n. 2, 2016.

FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luis. **Teoria Geral da Arbitragem**. Forense: Rio de Janeiro, 2018.

FISCHER, Hans Albrecht. **A Reparação dos Danos no Direito Civil**. Tradução Antônio de Arruda Ferrer Correia. São Paulo: Saraiva, 1938 *apud* ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972.

FLAKS, Luís Loria. A arbitragem na reforma da Lei das S.A.. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 131, jul./set., 2003.

FLETCHER, William. **Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporation**. Chicago: West Group, 1954-06.

FORNACIARI JÚNIOR, Clito. Desconsideração da Personalidade Jurídica na Falência e Recuperação Judicial. *In*: KUYEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012.

FOUCHARD; Ph.; GAILLARD, E.; GOLDMAN, B. **Fouchard, Gaillard Goldman on International Commercial Arbitration**. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International. 1999.

FOX, Merrit B. Hallinburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price. **70 Business Lawyer**, 2015.

FOX, Merrit B. Understanding Dura. **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 279, 2005.

FOX, Merritt B. Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions. **The Business Lawyer**, v. 60, n. 2, 2005.

FOX, Merrit B. Required Disclosure and Corporate Governance. *In*: HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROE, Mark J.; WYMEERSCH, Eddy; PRIGGE, Stefan (coord.). **Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research**. New York: Oxford University Press, 1998.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Invalidez das deliberações da assembleia das S.A.**. 2. ed. São Paulo: Malheiros. 2017.

FRANZONI, Massimo. La Responsabilità Civile degli Amministratori di Società di Capitali. v. XIX. Padova: Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia, 1994 *apud* LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova Lei das Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 26, ano XVI, 1977.

FURLAN FILHO, Antonio Moacir. A extensão da cláusula arbitral estatutária aos administradores e conselheiros não acionistas. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 49, abr./jun., 2016.

GALGANO, Francesco. Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica. **Rivista di Diritto Civile**, Padova, v. 1, 1965 *apud* COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle da Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

GIDI, Antonio. **Coisa julgada e litispendência em ações coletivas**. São Paulo: Saraiva, 1995.

GIERKE, Otto. **Die Genossenschaftstheorie und die Deutsche Rechtsprechung**. Berlin: Weidmannsche, 1887.

GOLDENBERG, Isidoro H. **La Relación de Causalidade em La Responsabilidad Civil**. Buenos Aires: Astrea, 1984.

GOMES, Orlando. **Obrigações**. 18. ed. Rio de Janeiro, Forense, 2016.

GOMES, Orlando. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XI, n. 8, abr./jun., 1972.

GONÇALVES, Oksandro. Os princípios gerais do direito comercial – Autonomia patrimonial da pessoa jurídica, limitação e subsidiariedade da responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 58, ano 15, out./dez., 2012.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das companhias ou sociedades anônimas**. 3. ed. São Paulo: RT, 2013.

GONTIJO, Bruno Miranda. **Responsabilização das Companhias Abertas por Danos aos Investidores: As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos**. Monografia (Pós-Graduação em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019.

GOWER, L. C. B.; DAVIES, P. L. **Principles of Modern Company Law**. 7. ed. Londres: Sweet and Maxwell, 2003.

GOWER, L. C. B.; DAVIES, P. L. **Principles of Modern Company Law**. 9. ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2012.

GRINOVER, Ada Pellegrini et al. **Código Brasileiro de Defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Lucros Cessantes: do Bom-Senso ao Postulado Normativo da Razoabilidade**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Administração: ordinária e extraordinária. *In*: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **A Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 42, ano XX, abr./jun., 1981.

GUYON, Yves. **La Société Anonyme**. Paris: Dalloz, 1994 *apud* ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2012.

HAMILTON, Robert W. **The Law of Corporations**. 5. ed. Saint Paul: West Group, 2000.

HENN, Harry G.; ALEXANDER, John R. **Laws of Corporations and other Business Enterprises**. 3. ed. Saint Paul: West Group, 1983.

HOUPIN, C.; BOSVIEUX, H. **Traité Général Théorique et Pratique des Sociétés Civiles et Commerciales et des Associations**. Paris: Société du Recueil Sirey, 1927.

JONG, Bas J. de. Shareholders's Claims for Reflective Loss: A Comparative Legal Analysis. **European Business Organization Law Review**, v. 14, Issue 1, march, 2013.

JORGE, Fernando de Sandy Lopes Pessoa. **Ensaio sobre os Pressupostos da Responsabilidade Civil**. Coimbra: Almedina, 1999.

LACERDA, J. C. Sampaio. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1978.

LACERDA, J. C. Sampaio de. **Manual das Sociedades por Ações**. v. 3., 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1977.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **A Lei das S.A.** v. 2., 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. 54, 1999.

LARENZ, Karl. **Derecho Civil. Parte General**. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, 1978.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Obrigação de Melhores Esforços (Best Efforts). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 134, ano XLIII, abr./jun., 2004.

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, Arnaldo (org.). **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 50, jul./set., 2016.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Desconsideração da personalidade e sucessão patrimonial. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. ano 10, nº 38, out./dez., 2007.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do Direito do Acionista ao Dividendo**. São Paulo: Obelisco, 1969.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. 1. São Paulo: Singular, 2004.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Sociedade por Ações. Atos Praticados por seus Diretores, em Razão de Administração – Responsabilidade Dasquelas e Destes, Solidariamente, se Agirem com Culpa ou Contrariamente aos Estatutos Sociais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 2, ano X, 1971.

LEMOS, Mário Luiz. **Reparação de danos no âmbito administrativo da Comissão de Valores Mobiliários – CVM**. 2005. Monografia (Pós-graduação em Regulação do Mercado de Capitais). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

LEVY, Daniel. **Responsabilidade Civil: de um direito de danos a um direito de condutas lesivas**. São Paulo: Atlas, 2012.

LEVY, Daniel; PEREIRA Guilherme Setoguti J. (coord.). **Curso de Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

LE CANNU, Paul. **Droit des Sociétés**. 2. ed. Paris: Montchrestien, 2003.

LIMA, Cláudio Vianna de. **Curso de Introdução à Arbitragem**. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 1999.

LIMA, Tiago Asfor Rocha. A Legitimidade Ativa e Passiva nas Ações de Responsabilidade Civil contra o Administrador e o Controlador na Lei das S.A. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A cláusula compromissória estatutária. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 22, jul./set., 2009.

LOPEZ, Teresa Ancona. **Nexo Causal e Produtos Potencialmente Nocivos: A Experiência do Tabaco Brasileiro**. Tese (Concurso de Livre Docência da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas: comentários à lei**. v. III. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

MAGALHÃES, José Carlos de. A responsabilidade dos administradores em alienações e aquisições de ativos relevantes. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 38, jul./set., 2013.

MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. O dano direto ao acionista minoritário na ação de responsabilização do administrador de S.A.: Caso OGX. **Revista da Faculdade de Direito Milton Campos**, Nova Lima, v. 27, 2013.

MAJO, José Oriol Llebot. **Los Deberes de los Administradores de la Sociedad Anónima**. Madrid: Civitas, 1996.

MARTINS, Pedro Batista. **Arbitragem no Direito Societário**. Quartier Latin: São Paulo, 2012.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comercio**. 13. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1988.

MARTY, Gabriel. La Relation de Cause et Effet comme Condition de la Responsabilité Civile. **Revue Trimestrielle de Droit Civil**, 1939.

MATOZZI, Ignacio de Cuevillas Matozzi. **La Relación de Causalidad en la Órbita del Derecho de Daños: su Perspectiva desde la Doctrina del Tribunal Supremo**. Valência: Tirant lo Blanch, 2000.

MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Jean. **Leçons de Droit Civil**. Paris: Montchrestien, 1955.

MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon; TUNC, André. **Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle**. t. II, 5 ed. Paris: Montchrestien, 1958.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Mandado de segurança**. 28. ed. São Paulo: Malheiros, 2005.

MENDES, Helio Rubens. Artigo 7º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MENDONÇA, Manoel Ignacio Carvalho de. **Doutrina e Prática das Obrigações**. v. 2., t. I, 3. ed. Brasília: Freitas Bastos, 1938.

MEYER, Antonio Correa; CARVALHO, Eliane Cristina. Cláusula compromissória e o administrador das sociedades anônimas. **Revista do Advogado**, n. 119, ano 32, São Paulo, abr., 2013.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Tomo L, 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Tomo I. São Paulo: Saraiva, 2012.

MONTENEGRO, Antonio Lindbergh C. **Ressarcimento de Danos**. 8. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

MORAES, Luiza Rangel de. Considerações sobre o *consent decree* e sua aplicação no âmbito da disciplina do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 4, ano 2, jan./abril, 1999.

MOREIRA, Alberto Camiña. A ação civil pública da Lei 7.913/90 entre o direito coletivo e o direito societário. *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.

MOREIRA, José Carlos Barbosa *apud* GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Arbitragem e novo mercado. *In*: Mattos Filho, Veiga Filo, Marrey Jr., Quiroga Advogados (eds.) **Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Impressão Régia. 2010

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do patrimonialismo na Sociedade Anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos deveres do acionista controlador e dos administradores. *In*: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **A Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Cláusula Compromissória Estatutária e a Vinculação dos Administradores. *In*: CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Ferreira e MARTINS, Pedro Batista (coord.). **20 anos da Lei de Arbitragem Homenagem a Petrônio R. Muniz**. São Paulo: Atlas, 2017.

NERY, Ana Rita de Figueiredo. **A Causa do Contrato Administrativo: Análise do Conteúdo Contratual como Parâmetro de Aplicação do Princípio da Eficiência**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

NORONHA, Fernando. O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 14, abr./jun., 2003.

NOVAES, Domingos Riomar. **Nexo Causal como Realidade Normativa e Presunção de Causalidade na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2017.

OIOLI, Erik Frederico. **Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.** São Paulo: Almedina. 2014.

OLIVA, Milena Donato. **Patrimônio Separado – herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, trust**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **A Dupla Crise da Pessoa Jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979.

OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **Conceito de Personalidade Jurídica**. 1962. Tese (Concurso de Livre-Docência de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 1962.

PAGE, Henri de. **Traité élémentaire de droit civil belge**. Bruxellas: E. Bruylant, 1939.

PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARENTE, Norma. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 15, ano 5, jan./mar., 2002.

PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos**. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Responsabilidade Civil do Diretor de S.A. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação**. 2. ed., v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das Demonstrações Financeiras, Tomada de Contas dos Administradores e seus Efeitos. Necessidade de Prévia Anulação da Deliberação que Aprovou as Contas dos Administradores para a Propositura de Ação de Responsabilidade. *In*: CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). **Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos**. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. A responsabilidade civil pela desinformação aos investidores no mercado de capitais: Uma análise teleológica à luz do direito norte-americano. *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.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedades por Ações**. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1973.

PELA, Juliana Krueger. Notas sobre a eficácia da cláusula compromissória estatutária. *In*: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 126, ano XLI, abr./jun., 2002.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1992.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. v. 9. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PIETRANCOSTA, Alain; DUBOIS, Paul-Henri; GARÇON, Romain. Corporate Boards in France. *In*: DAVIES, Paul; HOPT, Klaus J.; NOWARK, Richard; VAN SOLINGE, Gerard. **Corporate Boards in Law and Practice. A Comparative Analysis in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2013.

PINHO, Luciano Fialho de. **Ação de Responsabilidade Civil Proposta em Face dos Administradores de Sociedades Anônimas**. 2000. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2000.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. Análise Econômica da Propriedade Acionária. *In*: PEREIRA, Guilherme Teixeira (org.). **Direito Societário e Empresarial: Reflexões Jurídicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

PITTA, Andre Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2003.

PITTA, Andre Grünspun. Processo Administrativo Sancionador no Mercado de Valores Mobiliários: o Uso da Prova Indiciária. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

POLACCO, Vittoria. **Le Obligationi nel Diritto Civile Italiano**. v. I. Roma: Athenaeum, 1915 *apud* ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1972.

PONTES, Aloysio Lopes. **Sociedades Anônimas**. v. I., 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1957.

POTIER, Camille. **Les Présomptions de Causalité**. Paris: Université de Paris I – Pantheon Sorbonne, 1996 *apud* SCHREIBER, Anderson. Novas Tendências da Responsabilidade Civil Brasileira. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, abr./jun., 2005.

PRADO, Roberta Nioac. Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76 – É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXXVI., n. 106, abr./jun., 1997.

PRADO, Viviane Muller. Ressarcimento de Acionistas por Informação Falsa. *In*: ROSSETTI, Maristela Alba; PITTA, Andre Grünspun (coord.). **Governança Corporativa - Avanços e Retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de 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.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso. *In*: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

RÁO, Vicente. **Banco. Liquidação Extrajudicial – Responsabilidade Solidária dos Diretores – Requisitos Legais para o Sequestro dos seus Bens – Hipótese em que não deve ser decretado. Parecer**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 256, 1956 *apud* LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

REQUIÃO, Rubens. Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica (*disregard doctrine*). *In*: **Enciclopédia Saraiva do Direito**. São Paulo: Saraiva, 1977.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Dever de diligência dos administradores de sociedades**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e Efeitos Jurídicos da Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 127, ano XLI, jul./set., 2002.

RIPERT, Georges. **Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947.

RIPERT, Georges. **Traité Élémentaire de Droit Commercial**. Paris: LDGJ, 1948.

ROCHA, Luciano Velasque *apud* ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

RODRIGUES, Ana Carolina. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito Societário) – Escola de Direito, Fundação Getulio Vargas de São Paulo, São Paulo, 2011.

RODRIGUES, Silvio. **Direito Civil: Responsabilidade Civil**. v. 4., 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da Companhia e Estrutura de Capital. *In*: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças Corporativas – Aspectos Jurídicos e Estratégico**. São Paulo: Atlas, 2016.

RUGGIERO, Roberto de; MAROI, Fulvio. **Istituzioni di Diritto Privato**. v. II. Milão: Giuseppe Principato, 1937.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **A Sociedade Unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995.

SAMUEL, Geoffrey. **Tort**. Londres: Sweet & Maxwell, 1979.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Maior. **O Termo de Compromisso no Âmbito do Mercado de Valores Mobiliários**. Belo Horizonte: Fórum, 2009.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSORIO, Fabio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Maior. **Mercado de Capitais – Regime Sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Aline de Menezes. Artigo 1º. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SANTOS, João Manoel de Carvalho. **Código Civil Brasileiro Interpretado**. v. II. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991.

SAVI, Sérgio. **Responsabilidade Civil por Perda de uma Chance**. São Paulo: Atlas, 2006.

SCALZILLI, João Pedro. **Confusão Patrimonial no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SCHREIBER, Anderson. **Alterações da MP 881 ao Código Civil - Parte I**. *Jornal Carta Forense*, 05 de maio de 2019. Disponível em: <http://www.cartaforense.com.br/conteudo/colunas/alteracoes-da-mp-881-ao-codigo-civil---parte-i/18342>. Acesso em: 21.12.2019.

SCHREIBER, Anderson. **Direitos da Personalidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SCHREIBER, Anderson. Novas Tendências da Responsabilidade Civil Brasileira. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 22, abr./jun., 2005.

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**, n. 1, v. 37, spring, 2003.

SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S/A – Business Judgment Rule**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SILVA, Wilson Melo da. **Responsabilidade Sem Culpa**. São Paulo: Saraiva, 1974.

SILVEIRA NETO, Alarico. **Responsabilidade dos Administradores e Acionista Controlador por Obrigações da Sociedade**. v. 288. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

SIMÕES, Paula Cristina Raposo Rodriguez Cabritz. **Os deveres de diligência e de lealdade dos administradores das sociedades anônimas**. Dissertação (Mestrado em Direito – Ciências Jurídico-Comerciais) – Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 1998.

STEIN, Rachel. **Arbitrabilidade no direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

STEINER, Renata C. **Reparação de Danos: Interesse Positivo e Interesse Negativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

TALAMINI, Eduardo. Legitimidade, Interesse, Possibilidade Jurídica e Coisa Julgada nas Ações de Impugnação de Deliberações Societárias. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). **Processo Societário**. São Paulo, Quartier Latin, 2012.

TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. v. I. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TELLES, Inocêncio Galvão. **Das Universalidades**. Lisboa: Minerva, 1940.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA; Heloisa Helena; MORAES. Maria Celina Bodin de. **Código Civil Interpretado: Conforme a Constituição da República**. v. 1. Rio de Janeiro, Renovar, 2004.

TEPEDINO, Gustavo. **Direitos da liberdade econômica e o Direito Civil**. Coluna da Ordem de Advogados do Brasil. Rio de Janeiro, 19 de agosto de 2019. Disponível em: <https://www.oabrij.org.br/colunistas/gustavo-tepedino/direitos-liberdade-economica-direito-civil>. Acesso em: 21.12.2019.

TEPEDINO, Gustavo. Notas Sobre o Nexo de Causalidade. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Rio de Janeiro, v. 6, abr./jun., 2001.

TEPEDINO, Gustavo. Nexo de causalidade: conceito, teorias e aplicação na jurisprudência brasileira. *In*: RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz; MAMEDE, Gladston; ROCHA, Maria Vital da. (org.). **Responsabilidade Civil Contemporânea**. São Paulo: Atlas, 2011.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7.12.89 – A Tutela Jurisdicional do Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 80, ano XXIX, out./dez, 1990.

VALÉRIO, Marcelo Aurélio Gumieri. Arbitragem na sociedade anônima: aspectos polêmicos da vinculação dos acionistas novos, ausentes, dissidentes e administradores à cláusula compromissória estatutária, após a inclusão do § 3º ao art. 109 da Lei 6.404/1976 pela Lei 10.303/2001. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 139, jul./set., 2005.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por Ações: Comentários ao Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de Setembro de 1940**. v. II. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1941.

VARELA, João de Matos Antunes. **Das Obrigações em Geral**. 8. ed. Coimbra: Almedina, 1994.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial – Sociedade por Ações**. v. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

VENTURA, Raul; CORREIA, Luis Brito. **Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anônimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas**. Lisboa: Separata do Boletim do Ministério de Justiça, n. 192, n. 193, n. 194 e n. 195, 1970.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas**. 2018. Monografia (Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

VIGLIAR, José Marcelo Menezes. **Tutela jurisdicional coletiva**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 146, ano XLVI, abr./jun., 2007.

VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. **Arbitragem no direito societário**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

VIVANTE, Cesare. **Trattato di Diritto**. v. II. Milão: F. Vallardi, 1906.

VIVANTE, Cesare. **Tratado de Sociedades Mercantis**. v. II., 4. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1952.

XAVIER, José Tadeu Neves. A Teoria da Desconsideração da Pessoa Jurídica no Novo Código Civil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, out./dez., 2002.

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.

WALD, Arnoldo. **A arbitrabilidade dos conflitos societários: considerações preliminares (i)**. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, n. 12, jan./mar., 2007.

WALD, Arnoldo. A arbitrabilidade dos conflitos societários: contexto e prática. *In*: YARSHELL, Flávio Luis; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). **Processo Societário**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

WEBER, Ana Carolina. A Cláusula Compromissória Estatutária e o Direito de Recesso. *In*: ALOMÃO, Luis Felipe; ROCHA, Caio Cesar Vieira Rocha. (org.). **Arbitragem e Mediação**. S 2. ed. São Paulo: Atlas. 2017.

WEBER, Ana Carolina. Arbitragem e Direito Societário. *In*: MELLO, Leonardo de Campos; BENEDUZI, Renato Resende (org.). **A Reforma da Arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

WEBER, Ana Carolina. Comentários à 1ª Edição do Ementário – Câmara de Arbitragem do Mercado. **Revista Brasileira de Arbitragem**. v. 62, 2019.

YAZBEK, Otávio. 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**. São Paulo: Saraiva, 2012.

ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.