



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

STHEFANI LARA DOS REIS ROCHA

MECANISMOS PRIVADOS E PÚBLICOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS
PARA A REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS POR
ADMINISTRADORES E CONTROLADORES: UMA ANÁLISE SOCIETÁRIA
COMPARADA DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA E ESTADUNIDENSE

BRASÍLIA

2022



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

STHEFANI LARA DOS REIS ROCHA

**MECANISMOS PRIVADOS E PÚBLICOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS
PARA A REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS POR
ADMINISTRADORES E CONTROLADORES: UMA ANÁLISE SOCIETÁRIA
COMPARADA DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA E ESTADUNIDENSE**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Mestra em Direito, elaborada sob a orientação da Prof^a Dra. Amanda Athayde

Orientadora
Profa. Dra. Amanda Athayde

BRASÍLIA

2022

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Mestra em Direito

Sthefani Lara dos Reis Rocha

BANCA EXAMINADORA

Professora Doutora Amanda Athayde (Orientadora)
Universidade de Brasília

Professora Doutora Laura Patella
Universidade de São Paulo

Professor Doutor Henrique Arake
Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP)

Brasília, 28 de dezembro de 2022.

AGRADECIMENTOS

A presente pesquisa não foi realizada individualmente, mas contou com o apoio incondicional de diversas pessoas que colaboraram para que eu pudesse me dedicar ao seu desenvolvimento. Dessa forma, é fundamental agradecer aqueles que contribuíram para que este trabalho pudesse ser concretizado.

Inicialmente, agradeço aos meus pais e a minha irmã, que sempre me apoiaram e deram o suporte necessário para que eu pudesse embarcar nas diversas aventuras acadêmicas que culminaram na elaboração da presente dissertação. São incontáveis os finais de semana e as noites em que precisei me ausentar ou levar livros para a mesa do jantar, sempre certa de que poderia contar com a compreensão da minha família.

Agradeço a Professora Amanda Athayde, que com toda competência, atenção e dedicação me auxiliou a direcionar e aprofundar as discussões enfrentadas neste trabalho. O cuidado diário e o constante esforço para transformar o ensino jurídico e a formação de seus alunos é inspirador e, seguramente, transformou minha visão sobre o exercício da docência.

Escrever este trabalho de forma simultânea ao exercício da advocacia, certamente foi um dos grandes desafios, razão pela qual o apoio de queridos colegas foi essencial. Nesse sentido, agradeço, nomeadamente Luiz Filipe Couto Dutra, Eric Hadmann Jasper e Henrique Haruki Arake Cavalcante por terem me incentivado a ingressar no mestrado e a trilhar o caminho da academia. Agradeço, também, aos integrantes do escritório Aragão e Ferraro Advogados, que forneceram o suporte para que fosse possível conciliar a advocacia e o desenvolvimento desta dissertação.

Por fim, agradeço aos inúmeros amigos que contribuíram para a conclusão deste trabalho, seja por meio de discussões jurídicas ou por meio do suporte afetivo e emocional necessário para superar os momentos de angústia e para comemorar as conquistas alcançadas.

RESUMO

A pesquisa tem como objetivo analisar em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras. Por meio de uma pesquisa exploratória, incluindo, em especial, o levantamento bibliográfico e normativo, o trabalho analisa a responsabilidade civil dos administradores e controladores sob a perspectiva da teoria institucionalista; os mecanismos previstos na legislação brasileira para alcançar a reparação civil dos danos causados aos acionistas minoritários; os mecanismos previstos na legislação norte americana para alcançar a reparação civil dos danos causados aos acionistas minoritários e; as contribuições da legislação americana para os desafios enfrentados pelos acionistas que negociam ações no Brasil. A proposta do trabalho é mapear os mecanismos, públicos e privados, existentes para alcançar a reparação civil dos danos causados aos acionistas minoritários e identificar os desafios existentes para a concretização do direito à reparação civil. A dissertação conclui que, à luz das normas brasileiras, o acionista minoritário ainda não possui mecanismos eficazes, públicos e privados, para concretizar o seu direito material ao ressarcimento decorrente de atos ilegais cometidos pelos administradores e controladores.

Palavras-chave: Direito Societário; Acionista minoritário; Reparação civil.

ABSTRACT

The research is aimed at analyzing to what extent the public and private mechanisms established in Brazilian legislation allow minority shareholders to achieve civil reparation in the face of harmful conducts perpetrated by administrators and controllers within the scope of Brazilian companies. Through exploratory research, especially including bibliographic and normative survey, this work analyzes the civil liability of administrators and controllers from the perspective of the institutionalist theory; the mechanisms established in Brazilian legislation to achieve the reparation of civil damage suffered by minority shareholders; the mechanisms established in North American legislation to achieve the reparation of civil damage suffered by minority shareholders; and the contributions of the US legislation to the challenges faced by shareholders trading shares in Brazil. The purpose of this work is to identify the public and private mechanisms that are established in Brazilian legislation to achieve civil reparation of damages suffered by minority shareholders and to identify the existing challenges to consolidate the right to civil reparation. The dissertation has found that, in terms of Brazilian regulation, the minority shareholder does not have effective public and private mechanisms to consolidate its material right to be refunded for the illegal acts committed by managers and controllers yet.

Keywords: Corporate Law; minority shareholder; civil liability.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1. O REGIME JURÍDICO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DE ADMINISTRADORES E CONTROLADORES.....	16
1.1 A DELIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DE ADMINISTRADORES E CONTROLADORES SOB A PERSPECTIVA DA TEORIA INSTITUCIONALISTA	16
1.2. A RESPONSABILIDADE CIVIL SUBJETIVA DOS ADMINISTRADORES E CONTROLADORES	21
2. MECANISMOS, PÚBLICOS E PRIVADOS, DE REPARAÇÃO CIVIL DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA	25
2.1. MECANISMOS PRIVADOS DE REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS À COMPANHIA E AOS ACIONISTAS	27
2.1.1. Mecanismos judiciais privados de reparação civil dos danos causados à companhia e aos acionistas	28
2.1.1.1. Ação social de responsabilidade civil como mecanismo de reparação de danos causados à companhia	28
2.1.1.1.1. Ação social <i>ut universi</i> . Responsabilização civil dos administradores por iniciativa da companhia	29
2.1.1.1.2. Ação social <i>ut singuli</i> . Responsabilização civil dos administradores por iniciativa dos acionistas	31
2.1.1.1.2.1. Ação social <i>ut singuli substitutiva</i>	32
2.1.1.1.2.2. Ação social <i>ut singuli derivada</i>	33
2.1.1.1.3 Ação social para responsabilização civil dos controladores por iniciativa da companhia	34
2.1.1.1.4. Desafios pragmáticos à reparação dos danos judiciais privados causados à companhia	38
2.1.1.1.4.1 Desafios enfrentados pelos acionistas para a inclusão da matéria na pauta da assembleia	39
2.1.1.1.4.2. Desafios enfrentados pelos acionistas frente à necessidade de deliberação positiva pelo controlador	41

2.1.1.1.4.3. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas pela exoneração da responsabilidade dos administradores</i>	42
2.1.1.1.4.4. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas em razão do reduzido benefício econômico</i>	48
2.1.1.1.4.5. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas em razão dos custos para o ajuizamento da ação</i>	50
2.1.1.1.4.6. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à exigência de quórum mínimo</i> 52	
2.1.1.1.4.7. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à produção probatória</i>	54
2.1.1.1.4.8. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à possibilidade de transação pela companhia</i>	55
2.1.1.1.4.9. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas para a distribuição do prêmio na ação em face do controlador</i>	56
2.1.1.1.4.10. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à realização do depósito caução na ação em face do controlador</i>	58
2.1.1.2. <i>Ação individual de responsabilidade civil como mecanismo de reparação de danos causados aos acionistas</i>	59
2.1.1.2.1. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à delimitação do dano direto ao patrimônio do acionista nas ações individuais</i>	62
2.1.1.2.2. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à produção probatória nas ações individuais</i>	67
2.1.2. Mecanismos privados extrajudiciais de reparação dos acionistas minoritários na legislação brasileira	68
2.1.2.1. <i>Arbitragem societária como meio de reparação de danos causados aos acionistas minoritários</i>	69
2.2. MECANISMOS PÚBLICOS DE REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS	76
2.2.1. Ação civil pública como mecanismo de reparação civil de danos causados aos acionistas minoritários	76
2.2.2. Mecanismos públicos extrajudiciais de reparação dos danos causados aos acionistas minoritários no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários por meio de Termo de compromisso	82
2.2.2.1. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à ausência de legitimidade para participar do TC</i>	86
2.2.2.2. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à legitimidade para a propositura do acordo</i> 88	
2.2.2.3. <i>Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à destinação do valor da indenização</i>	90

3. MECANISMOS DE REPARAÇÃO DOS ACIONISTAS NA EXPERIÊNCIA DOS EUA	92
3.1 MECANISMOS JUDICIAIS DE REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS À COMPANHIA E AOS ACIONISTAS NA LEGISLAÇÃO NORTE AMERICANA⁹³	
3.1.1. <i>Derivative suits</i> como mecanismo de reparação de danos causados à companhia	95
3.1.2. <i>Direct suits</i> mecanismo de reparação de danos causados aos acionistas	98
3.1.1.1. Teoria da <i>fraud on the market</i>	99
3.1.1.1.1. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à legitimidade ativa da ação direta coletiva “<i>class action</i>”	107
3.1.1.1.2. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à possibilidade de os advogados anteciparem os custos.....	108
3.1.1.2. A companhia como responsável pelos danos causados aos acionistas ...	109
4. CONTRIBUIÇÕES DA LEGISLAÇÃO AMERICANA PARA OS MECANISMOS BRASILEIROS DE REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS AOS ACIONISTAS	114
4.1. CONTRIBUIÇÕES DA LEGISLAÇÃO AMERICANA PARA AS AÇÕES SOCIAIS <i>UT SINGULI</i>	114
4.2. CONTRIBUIÇÕES DA LEGISLAÇÃO AMERICANA PARA O RESSARCIMENTO DE DANOS DIRETOS AO ACIONISTA POR MEIO DA IMPORTAÇÃO DA TEORIA <i>FRAUD ON THE MARKET</i>	117
CONCLUSÕES.....	126
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	129

INTRODUÇÃO

A presente dissertação tem como objetivo analisar em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

O interesse no tema surgiu diante da análise dos desdobramentos da Operação Lava Jato, considerada como a maior investigação de corrupção no país, que tramita, desde março de 2014¹. O impacto da Operação Lava Jato no mercado brasileiro pode ser confirmado diante dos números expressivos alcançados após quase 8 anos². Todavia, em que pese os números indicados pelo Ministério Público Federal (MPF), ao se analisar as informações disponibilizadas³, chama a atenção o fato de que, dentre os 2.476 procedimentos instaurados no âmbito da Lava Jato no Brasil, não há a indicação de nenhum procedimento, no Brasil, que tenha alcançado o ressarcimento dos investidores prejudicados pelos atos ilícitos perpetrados no âmbito das empresas que foram alvo da Operação.

Por outro lado, no exterior, a rápida indenização alcançada pelos acionistas da Petrobras que adquiriram ações na bolsa americana foi o que instigou a realização desta pesquisa. A inquietação surgiu ao observar que acionistas de companhias brasileiras que adquiriram *American Depositary Receipts* (ADR), conseguiram ingressar com seus pleitos perante o Poder Judiciário dos Estados Unidos⁴ e alcançaram o ressarcimento⁵, enquanto os acionistas da mesma Companhia que adquiriram títulos negociados na bolsa de valores brasileira ainda não conseguiram obter qualquer tipo de reparação⁶.

¹ Disponível em: <https://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato/entenda-o-caso> . Acesso em: 9 dez.2022.

² Conforme divulgado no site do Ministério Público Federal, a Operação Lava Jato alcançou os seguintes números: 35 Ações de improbidade administrativa; 2 Acordos de colaboração homologados no TRF4; 138 Acordos de colaboração homologados no STF em atuação conjunta com a PGR; 4,3 bilhões devolvidos aos cofres públicos (Petrobras, União etc); 2,1 bilhões previstos em multas compensatórias decorrentes de acordos de colaboração; 12,7 bilhões previstos em multas compensatórias decorrentes de acordos de leniências; 14,7 bilhões previstos de recuperação. Disponível em: <https://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato/resultados> . Acesso em 8 dez. 2022.

³ Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/caso-lava-jato/atuacao-na-1a-instancia/parana/resultado>. Acesso em 16 jul. 2019.

⁴ UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Case n° 14-CV-09662*. Disponível em: <http://www.petrobrassecuritieslitigation.com/docs/JAL%20Declaration.pdf>. Acesso em 9 dez. 2022.

⁵ PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Assinamos acordo para encerrar class action nos EUA*. 8 jan. 2018. Disponível em: <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/assinamos-acordo-para-encerrar-class-action-nos-eua.htm>. Acesso em: 9 dez. 2022.

⁶ Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/542842/noticia.html?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 9 dez. 2022.

Questionava-se, então, quais as razões para os acionistas que compraram as ações no Brasil estarem enfrentando tamanha dificuldade para serem ressarcidos enquanto, por outro lado, a Companhia celebrava acordo expressivo para indenização nos Estados Unidos.

É certo que a legislação brasileira tem buscado reconhecer a importância dos investidores minoritários, em especial após a publicação da Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76 ou Lei de S/A)⁷, bem como de atos normativos emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela Bovespa, de modo a incentivar o crescimento econômico por meio de um equilíbrio entre a preservação do interesse dos controladores e a proteção dos acionistas⁸.

Nessa linha, o art. 109 da Lei de Sociedades por Ações⁹ trouxe um rol de direitos essenciais para os acionistas, enquanto os arts. 159 e 246 da Lei de S/A¹⁰ preveem mecanismos capazes de responsabilizar administradores e sociedades controladoras pelo não cumprimento de suas obrigações e pelo desrespeito aos direitos dos acionistas.

Nada obstante, independentemente da existência das previsões legais referentes aos direitos dos acionistas, verifica-se uma série de barreiras à adoção de medidas por parte dos acionistas minoritários, com vistas à obtenção de reparações.

Um dos trabalhos dedicados à análise dos desafios enfrentados ao ressarcimento dos investidores, elaborado por Viviane Prado, após levantar a jurisprudência dos Tribunais Estaduais e Federais das regiões Sul e Sudeste do país, não encontrou nenhuma ação na qual o pleito de investidores por reparação tenha alcançado êxito¹¹. Outros autores também verificaram a existência de uma quantidade inexpressiva de casos pleiteando o ressarcimento¹².

Diante desse contexto, a presente dissertação buscará resposta ao seguinte problema: **em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira,**

⁷BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em 16 jul. 2019.

⁸ SALAMA, B. M.; PRADO, V.M.. Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas. **Artigos Direito GV**: working papers, FGV Direito SP, São Paulo, n. 63. dez. 2010. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7779/Working%20paper%2063.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 9 dez. 2022.

⁹ BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em 16 jul. 2019.

¹⁰ BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em 16 jul. 2019.

¹¹ PRADO, Viviane Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. p. 48. Disponível em: <https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em 31 jul. 2019.

¹² ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, M.V. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneo*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 228: “A despeito desse nível elevado de atividade, não há precedentes judiciais ou administrativos relativos à responsabilidade do emissor ou da instituição intermediária das ofertas”.

permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras?

Assim, a dissertação tem como objetivo compilar as discussões sobre o tema, descrevendo e fundamentando os mecanismos existentes para a reparação dos acionistas minoritários nas companhias, incluindo sua origem, conteúdo, fundamentação e eficácia. Na mesma linha, considerando que o questionamento que originou esta pesquisa foi a discrepância entre a eficácia dos mecanismos de reparação americanos e brasileiros, a dissertação também abordará, sob a perspectiva comparada, os mecanismos de reparação civil dos danos causados aos acionistas na legislação dos Estados Unidos da América (EUA).

Exposto o problema a ser investigado, bem como o objetivo geral, **a hipótese a ser testada na presente pesquisa foi de que, à luz das normas brasileiras, o acionista minoritário não possui mecanismos, públicos e privados, eficazes para concretizar o seu direito material ao ressarcimento decorrente de atos ilegais cometidos pelos administradores e controladores.**

Tal hipótese deriva do posicionamento exarado por doutrinadores como Carvalhosa¹³ e Marcelo Adamek¹⁴ que, ao discorrerem sobre a responsabilização dos administradores e controladores, apontaram diversos entraves procedimentais e políticos para que a sociedade e seus acionistas consigam efetivar seus direitos por meio da ação de responsabilidade civil.

Segundo Marcelo Adamek, em que pese a previsão legal disposta nos arts. 159 e 246, da Lei de S/A, existem diversos obstáculos à efetiva reparação dos acionistas minoritários: “Tutela do minoritário? [...] a ação social de que estamos aqui a tratar [art. 159, §3º, da LSA] é *avis rara* em nossos tribunais, já que a deliberação assemblear positiva é algo que dificilmente se detecta na prática societária.”¹⁵

No mesmo sentido, Carvalhosa também destaca a usual atuação de administradores em detrimento do interesse social “[...] os administradores, com posição hegemônica de comando, manipulam a assembleia geral para o efeito de não [...] responsabilizá-los pelas condutas lesivas que, com efeito, tendem a perpetrar, pela sobreposição de seus interesses pessoais em detrimento do desinteresse social.”¹⁶

¹³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

¹⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009.

¹⁵ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 372.

¹⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3. p. 556.

Para testar a hipótese apresentada, a presente dissertação, por meio de uma pesquisa exploratória¹⁷¹⁸, incluindo, em especial, o levantamento bibliográfico, normativo e jurisprudencial, se propõe a esmiuçar os mecanismos, públicos e privados, de reparação dos acionistas minoritários previstos na legislação brasileira e americana, buscando soluções de problemas e questões relevantes dentro do tema proposto. Para tanto, será realizado um levantamento bibliográfico e normativo sobre a responsabilidade dos administradores e controladores e, em seguida, sobre a possibilidade de reparação dos danos causados aos acionistas minoritários.

A presente dissertação foi subdividida em 4 (quatro) capítulos, de forma que cada capítulo abordará um dos objetivos específicos da presente pesquisa.

O **primeiro capítulo** analisará a possibilidade de responsabilização civil dos administradores e controladores das sociedades anônimas, bem como à que título estes podem ser demandados por eventuais danos causados aos acionistas minoritários. A delimitação da responsabilidade é necessária para que possamos compreender quem será o responsável por indenizar a parte lesada e em quais hipóteses a conduta supostamente danosa poderá ensejar a responsabilização dos gestores¹⁹ da companhia. Nesse sentido, perpassaremos pela delimitação da responsabilidade civil dos administradores e controladores das sociedades anônimas brasileiras sob a perspectiva da teoria institucionalista (tópico 2.1) e da análise da natureza jurídica subjetiva da responsabilidade civil dos administradores e controladores (tópico 2.1).

O **segundo capítulo** analisará os mecanismos privados (tópico 2.1) e públicos (2.2) previstos na legislação brasileira para resguardar o direito ao ressarcimento dos acionistas e da companhia, bem como os principais entraves enfrentados para que a parte lesada alcance a reparação dos danos sofridos.

¹⁷ Entende-se como exploratórias aquelas pesquisas que “têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses”. C.f. GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo, v. 5. 2002, p.41.

¹⁸ A pesquisa bibliográfica será realizada utilizando-se a técnica de análise do conteúdo e do discurso, analisando e expondo o posicionamento dos diversos autores que já abordaram o tema. Cf. BRANDÃO, Helena H. Nagamine. *Introdução à análise do discurso*. 2. ed. Campinas: Unicamp, 1993. BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1977.

¹⁹ Conforme será exposto no capítulo 1, compreende-se, para fins deste trabalho, a gestão da companhia como aquela formada pelos órgãos administrativos, bem como pelos acionistas controladores, aderindo, assim, a teoria institucionalista. Nesse sentido: “Apesar de controladores e administradores exercerem diferentes funções e níveis de poder na condução dos negócios sociais das companhias, têm em comum a circunstância de serem gestores da atividade empresarial. Estão, portanto, sujeitos aos mesmos princípios da ordem econômica constitucional, que oferece os parâmetros para a delimitação dos fins e objetivos da atividade empresarial, bem como para a redefinição do interesse social das companhias.” FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 248.

Para o presente trabalho, adotou-se como critério de distinção entre os mecanismos públicos e privados a teoria defendida por Miguel Reale²⁰. Segundo o autor, dois fatores são responsáveis por distinguir o Direito Público do Direito Privado. O primeiro está relacionado ao conteúdo da norma, logo, são normas privadas aquelas que regem os interesses particulares, enquanto as normas públicas resguardam o interesse geral. O segundo é o aspecto formal, por meio do qual se analisa se a relação é de coordenação, aplicando-se o direito privado; ou de subordinação, aplicando-se o direito público.

Dentro dos mecanismos privados de reparação civil, perpassaremos pela análise dos mecanismos judiciais de reparação civil dos danos causados à companhia (2.1.1), incluindo as ações ajuizadas em face dos prejuízos causados pelos administradores (2.1.1.1) e as ações ajuizadas em face dos prejuízos causados pelos controladores (2.1.1.2). Em seguida será promovida a análise dos mecanismos judiciais de reparação civil dos danos causados aos acionistas (2.1.2). Ainda no escopo dos mecanismos privados de reparação civil, o presente trabalho abordará os mecanismos extrajudiciais de reparação civil dos danos causados à companhia e aos acionistas (2.1.2).

Superada a análise dos mecanismos privados, passa-se a analisar os mecanismos públicos disponíveis na legislação nacional para alcançar a reparação civil dos danos causados pelos controladores e administradores (2.2). Alinhado à análise dos mecanismos cabíveis, o capítulo 2 enfrentará as discussões relacionadas aos principais desafios enfrentados para que a companhia e seus acionistas alcancem o ressarcimento dos danos sofridos por meio dos mecanismos acima indicadas (2.1.1.1.4, 2.1.1.2.1 e 2.1.2.1.1).

Uma vez posto o cenário quanto aos mecanismos de reparação de danos previstos na legislação brasileira, o **terceiro capítulo** se dedicará a análise dos mecanismos de reparação civil dos danos causados aos acionistas na legislação dos Estados Unidos da América (EUA). A análise e discussão quanto à estrutura jurídica prevista na legislação americana é pertinente para compreendermos eventuais pontos que podem ser incorporados pela legislação nacional, com o objetivo de conferir maior segurança jurídica para aqueles eventualmente prejudicados por uma conduta irregular perpetrada no âmbito de sociedades anônimas.

Nesse sentido, analisa-se a legislação dos Estados Unidos com o objetivo de verificar as principais diferenças existentes entre os dois sistemas e as críticas quanto à teoria aplicada na legislação americana. Para tanto, será realizada a análise das derivative suits como mecanismo de reparação de danos causados à companhia (3.1.1) e das direct suits como mecanismo de

²⁰ REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 1984.

reparação de danos causados aos acionistas, incluindo, em especial as class actions (3.1.2). Com o objetivo de compreender os fundamentos que justificam a responsabilização na legislação americana, perpassaremos por uma breve análise histórica da legislação americana para entender como eles chegaram ao que chamamos de teoria da *Fraud on the Market* (3.1.2.1) e a possibilidade de responsabilização da companhia (3.1.2.2). .

Por fim, diante das discussões travadas nos primeiros capítulos desta dissertação, o **quarto capítulo** se dedicará a analisar os pontos de interseção entre a legislação brasileira e americana, bem como a existência de possíveis soluções do direito norte americano aos desafios no Brasil.

1. O REGIME JURÍDICO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DE ADMINISTRADORES E CONTROLADORES

O trabalho tem como objetivo analisar em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira, permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

Para tanto, o presente capítulo visa analisar em que medida é possível atribuir a responsabilidade civil aos administradores e controladores das sociedades anônimas, bem como à que título estes podem ser demandados por eventuais danos causados aos acionistas minoritários.

A delimitação da responsabilidade é necessária para que possamos compreender quem será o responsável por indenizar a parte lesada e em quais hipóteses a conduta supostamente danosa poderá ensejar a responsabilização dos gestores da companhia. Superado a análise relacionada a possibilidade de responsabilização dos gestores das companhias, passaremos a abordar os mecanismos públicos e privados de reparação civil dos acionistas minoritários.

Nesse sentido, perpassaremos pela delimitação da responsabilidade civil dos administradores e controladores das sociedades anônimas brasileiras sob a perspectiva da teoria institucionalista (tópico 1.1) e da análise da natureza jurídica subjetiva da responsabilidade civil dos administradores e controladores (tópico 1.2).

1.1 A DELIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DE ADMINISTRADORES E CONTROLADORES SOB A PERSPECTIVA DA TEORIA INSTITUCIONALISTA

A Constituição de 1934 incorporou ao ordenamento jurídico brasileiro a concepção da função social da propriedade, e trouxe a missão de conciliar o capitalismo com o bem estar social²¹. No âmbito societário, o reconhecimento da função social sobreveio inicialmente por meio do art. 117, §7º do Decreto-lei 2.627/40, e posteriormente foi consolidado nos art. 116, § único e 154, da Lei das Sociedades anônimas (6.404/76).

²¹ FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 98.

Ao trazer para o ordenamento jurídicos das companhias brasileiras a necessidade de atender a função social, a LSA deixou de definir a empresa exclusivamente pelo seu aspecto econômico e passou a enxergá-la por meio da perspectiva institucional que abarca, além dos acionistas, a sociedade, os empregados, os fornecedores e os terceiros que se relacionam com a companhia²².

A teoria institucionalista traz o interesse coletivo e as necessidades sociais como um dos objetivos da empresa, apresentando um contraponto à teoria contratualista que defendia a vinculação do interesse social estritamente ao interesse dos acionistas.²³

Ao ampliar o escopo do interesse social, afastando-o da mera defesa dos interesses econômicos, a teoria institucionalista passa a conferir maior preponderância para a figura dos gestores, em especial aos membros da administração e os controladores, posto que estes passaram a ser responsáveis por defender e implementar o interesse social, de forma autônoma da figura dos acionistas²⁴. Sob essa perspectiva surge com maior evidencia a segregação entre o capital e a administração da companhia, visto que, com a internalização da teoria institucionalista, os administradores deixam de responder apenas ao capital e se tornaram responsáveis pela defesa dos interesses sociais no âmbito da companhia.

Nessa linha, impõe-se aos administradores²⁵ e aos controladores uma série de deveres que deverão ser observados para assegurar que os objetivos e a função social da companhia sejam alcançados.

²² “Além do reconhecimento expresso da função social, a Lei das S/A representou uma das primeiras tentativas de definir a empresa não apenas sob o seu aspecto econômico, mas também sob o seu aspecto institucional. Tanto é assim que afirma, nos artigos já citados, que os deveres e responsabilidades dos controladores e administradores não se destinam apenas aos acionistas, mas igualmente aos trabalhadores e à comunidade. A partir de tais dispositivos, foi possível compreender a empresa, no direito brasileiro, como instituição cuja importância transcende à esfera econômica, na medida em que abarca interesses sociais dos mais relevantes, como a própria sobrevivência e o bem-estar dos seus empregados e dos demais cidadãos que dela dependem ou com ela dividem o mesmo espaço social.” FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 101.

²³ COMPARATO, Fábio Koder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. Forense: Rio de Janeiro, 2005, p. 334.

²⁴ FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 123 a 125.

²⁵ Em que pese a existência de diferentes instancias administrativas dentro da sociedade anônima, como por exemplo, diretoria, conselho de administração e conselho fiscal, o presente trabalho, para fins de análise das normas relativas a responsabilidade civil, abordará apenas o gênero “administradores”, sem pormenorizar as peculiaridades existentes entre os diferentes órgãos administrativos.

Quanto aos administradores, os artigos 153 a 157 da LSA fixaram os deveres a que estão submetidos, incluindo: o dever de diligência²⁶, o dever de lealdade²⁷, o dever de perseguir os interesses sociais²⁸ e o dever de informar²⁹.

Nos termos do art. 158 da LSA, o administrador é compreendido como um órgão da companhia, razão pela qual não responde pelas obrigações que assumir em nome desta, desde que no exercício regular da gestão. Por tratar-se de órgão da sociedade, com obrigações funcionais, o administrador se compromete a promover a defesa absoluta dos interesses sociais, sendo vedada sua atuação em defesa de interesse particular ou de terceiros que não a própria companhia por ele administrada³⁰.

Vale observar que, mesmo nos casos em que o administrador foi nomeado por um grupo específico, sua atuação não pode ter como objetivo a defesa dos interesses daqueles que o nomeou, mas apenas o interesse social, conforme disposto no §1º do art. 154 da LSA: “o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres”³¹.

Alinhado com o avanço nas discussões relacionadas à responsabilidade dos administradores, a estrutura de controle concentrado majoritariamente vislumbrada no Brasil e a difusão da teoria institucionalista reforçaram a necessidade de se analisar a possibilidade de

²⁶ “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.” BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm> . Acesso em 9 dez. 2022.

²⁷ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:” BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm> . Acesso em 9 dez. 2022.

²⁸ “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa” BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm> . Acesso em 9 dez. 2022.

²⁹ “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.” BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm> . Acesso em 9 dez. 2022.

³⁰ FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p.291

³¹ “Tal norma, que é consequência inarredável do dever de lealdade, encontra paralelo em vários países, tendo um duplo desdobramento: além de deixar claro que os administradores não podem praticar diferenciações arbitrárias entre os acionistas, ressalta que apenas o interesse da companhia deverá orientar os atos de gestão, princípio que se conecta diretamente com os deveres de diligência e de lealdade.” FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 292.

responsabilização de todos aqueles que exercem a gestão da companhia, incluindo, assim, os acionistas controladores, ainda que estes não atuem como administradores da companhia³².

Em relação aos controladores, os art. 115, 116 e 116-A da LSA trazem como dever dos acionistas a obrigação de cumprir a função social, de agir no interesse da companhia e de prestar informações. No mesmo sentido, o art. 117 da LSA reforça que o acionista controlador será responsabilizado quando exercer suas prerrogativas com abuso de poder.

Nesse sentido, a LSA regulamentou a responsabilidade daqueles que exercem o controle, passando a compreender o acionista controlador como uma instância autônoma de poder dentro da companhia que responde pelo eventual descumprimento de suas obrigações.³³

Assim, por meio do art. 117 da LSA, passou a reconhecer que os acionistas controladores também são responsáveis por cumprir a função social da companhia e por assegurar o bem estar daqueles institucionalmente a ela vinculados³⁴. A LSA preencheu relevante lacuna existente quanto à responsabilidade dos controladores que, apesar de responsáveis por direcionar a atuação da sociedade, não tinham um regime diferenciado de responsabilidade que correspondesse à relevância do impacto gerado por suas deliberações.

A grande peculiaridade quanto ao controlador reside nos interesses por ele representados dentro da sociedade. Enquanto o administrador, como órgão da companhia, tem a obrigação de buscar apenas os interesses sociais, sendo vedado agir em proveito próprio³⁵, o controlador traz uma dualidade, visto que atua em defesa dos interesses sociais e de interesses particulares que lhe são conferidos em decorrência dos direitos subjetivos inerentes à sua participação no capital social.

³² "A tradicional responsabilidade dos administradores sociais por atos culposos, devidamente provados, transformou-se em responsabilidade com culpa presumida, vindo, finalmente, dar lugar à responsabilidade também dos que exercem o controle." COMPARATO, Fábio Koder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. Forense: Rio de Janeiro, 2005, p. 434.

³³ FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p.92.

³⁴ "Ora, uma das mais sentidas lacunas de nossa ordenação jurídica, até a promulgação da nova lei acionária, consistia, justamente, na falta de previsão de limites rigorosos para o exercício do controle societário, na medida em que esse fenômeno social havia sido descuidado, quase que totalmente, na visão do legislador, ou concebido como realidade menos honesta, numa democracia acionária próxima da ilusão comunitária." COMPARATO, Fábio Koder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. Forense: Rio de Janeiro, 2005, p. 363.

³⁵ "todos os poderes que lhes sejam concedidos devem ser exercidos não no seu próprio interesse, mas por conta da sociedade." CORDEIRO, Antônio Menezes. A lealdade no Direito das Sociedades, Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, Dez. 2006, p. 1033 e seguintes.

Assim, ao exercer, por exemplo, o direito ao voto, não seria plausível exigir que os acionistas ignorassem seus interesses particulares; logo, o que se exige é que os objetivos pessoais buscados sejam convergentes com a defesa do objeto social e do interesse social.³⁶

Em que pese as ressalvas acima expostas quanto à posição ocupada pelo administrador e o controlador, bem como dos deveres assumidos dentro da Companhia, a legislação brasileira reconhece a relevância de ambos na gestão e na condução dos negócios sociais. Assim, conforme disposto por Ana Frazão, ambos estão sujeitos aos princípios da ordem econômica constitucional que direcionam o exercício da atividade empresarial e o interesse social das companhias³⁷.

O paralelismo entre os integrantes da gestão da companhia evidencia-se pela aplicação de regras gerais que equiparam deveres fiduciários para os administradores e controladores, como, por exemplo, dever de lealdade, dever de sigilo, dever de informar, dentre outras obrigações relevantes assumidas por todos aqueles que compõem a gestão empresarial.

Ao compreender a administração e os controladores como gestores da companhia, surge a possibilidade de tratamento conjunto da responsabilidade civil dos controladores e administradores, com o objetivo de assegurar a proteção aos interesses constitucionais inerentes à atividade empresarial.

Por óbvio, a abordagem conjunta não ignora a função exercida por cada um dentro da sociedade, em especial o fato de que os controladores, pela sua natureza jurídica, são titulares de direitos próprios dentro da empresa, razão pela qual não estão adstritos exclusivamente à busca do interesse da sociedade³⁸.

Ante o exposto, o presente trabalho abordará, sob a perspectiva da teoria institucionalista, a responsabilidade civil dos administradores e dos acionistas controladores, com o objetivo de analisar os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação

³⁶. “Por essa razão, a única interpretação possível do referido dispositivo legal é a de que o acionista pode levar em consideração o seu interesse, mas somente (i) na medida em que este seja convergente com a sua posição de sócio, ou seja, com a comunhão dos acionistas em torno do objeto social, e (ii) com o respeito aos demais interesses que atualmente se projetam sobre a empresa.” FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 289.

³⁷ FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 248.

³⁸ FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 253 “Ao contrário do acionista, que busca o lucro por meio da comunhão societária, o administrador não pode buscar benefícios pessoais de nenhuma ordem no exercício da função. Em decorrência, é de se esperar um maior rigor do regime de responsabilidade dos administradores do que em relação ao dos acionistas controladores, já que somente estes titularizam direitos subjetivos, em relação aos quais deve haver a compatibilização entre as dimensões individual e social. Mesmo quando o controlador exerce simultaneamente cargos de direção, tal diferenciação deverá ser observada conforme a posição jurídica na qual esteja atuando.”

brasileira que permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

1.2. A RESPONSABILIDADE CIVIL SUBJETIVA DOS ADMINISTRADORES E CONTROLADORES

O tópico 1.1. abordou a incorporação da teoria institucionalista para a legislação brasileira e abordou o impacto sobre os deveres assumidos pelos administradores e controladores nas companhias brasileiras. Dando continuidade à delimitação da responsabilidade dos administradores e controladores, o presente tópico tem como objetivo analisar, sob a perspectiva da teoria do *business judgment rule*, as hipóteses de responsabilização dos administradores e controladores.

Nos termos do art. 49 do Código Civil, em atenção ao princípio da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas³⁹, as Sociedades Empresárias são responsáveis por exercer diretamente a atividade empresarial e, conseqüentemente, respondem pelas obrigações eventualmente assumidas. Ou seja, todas as obrigações contraídas em nome da sociedade recaem sobre a pessoa jurídica e seu patrimônio, de forma que compete à própria sociedade responder pelos danos causados em decorrência de sua atividade, tratando-se, inclusive de responsabilidade objetiva.

Assim, a priori, o risco empresarial deve ser assumido pela companhia, não por seus gestores. Contudo, a partir do momento em que a atuação dos gestores interfere indevidamente na alocação dos riscos assumidos pela sociedade, estes podem ser pessoalmente responsabilizados⁴⁰.

Dessa forma, os administradores podem responder, civilmente, pelos prejuízos que causarem quando procederem dentro de suas atribuições com dolo ou culpa, ou quando houver

³⁹ “Art. 49-A. A pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores. Parágrafo único. 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.” BRASIL. *Lei nº 10.406, 10 de janeiro de 2002*. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em 9 dez. 2022.

⁴⁰ “Afim, o risco empresarial é assumido, a priori, pela companhia e não pelos seus gestores, sendo esta uma das principais finalidades da própria personalização. Por outro lado, este mesmo argumento justifica que gestores possam e devam ser pessoalmente responsabilizados ao praticarem condutas reprováveis, interferindo indevidamente na socialização parcial do risco propiciada pela personalização.” FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 236.

violação da lei ou do estatuto (art. 158, LSA). No mesmo sentido, os controladores respondem quando o dano for resultado de atos praticados com abuso de poder (art. 117, LSA).

Observa-se, portanto, que a legislação brasileira adota a teoria subjetiva da responsabilidade civil para os gestores de sociedades anônimas, razão pela qual se exige a caracterização de dolo ou erro grosseiro do administrador para imputar-lhe responsabilidade, bem como o abuso de poder por parte do controlador.

A delimitação da responsabilidade dos administradores prevista no art. 158 da LSA, e as disposições do § 6º do art. 159 do Lei de S.A. refletem a teoria do *business judgment rule* ou regra da decisão negocial.

A teoria da regra da decisão negocial tem como premissa a ideia de que os administradores não poderão ser responsabilizados por suas decisões quando forem tomadas de forma (i) desinteressada e independente; (ii) diligente; e (iii) de boa-fé.

As decisões tomadas pelo administrador, durante o exercício regular do cargo, desde que permeadas pela existência dos três pilares acima mencionados, não poderão ser questionadas ou revistas por terceiros, incluindo aqui órgãos reguladores e julgadores^{41 42}.

Importa ressaltar que a teoria do *business judgment rule* não exige que o administrador conheça todos os fatos e informações relacionados à uma decisão, mas sim que ele tenha se empenhado para conseguir as informações relevantes e razoavelmente acessíveis à época^{43 44}.

Nesse sentido, a CVM também aplica o princípio do *business judgment rule*, estando sedimentado na jurisprudência da autarquia a ideia de que não cabe ao regulador adentrar no mérito das decisões negociais, mas apenas analisar se a forma pela qual a decisão foi tomada está de acordo com os deveres de desinteresse, diligência e boa-fé⁴⁵⁴⁶.

Nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/0097, a Rel. Maria

⁴¹ “A *business judgment rule* é um conceito jurídico amplo de que os administradores têm a presunção de boa decisão ou julgamento do negócio. [...] Para rebater a presunção, o autor (acionista) assume a responsabilidade de provar que o Conselho de Administração quebrou qualquer uma das tríades dos deveres fiduciários: boa-fé, lealdade e diligência.” SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de S/A. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 193.

⁴² “O artigo 159, § 6º, inequivocamente consagrou a *business judgment rule* ao proteger o administrador quando se constatar que agiu de boa-fé e visando a atingir os melhores interesses da companhia”. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v.2. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 416.

⁴³ HANSEN, Charles. *The Duty of Care, the Business Judgment Rule, and the American Law Institute Corporate Governance Project*. In: *Business Lawyer*. v. 48, 1992-1993. p. 1357-1358.

⁴⁴ “(...) os administradores possuem a obrigação de reunir o maior número de informações possível a respeito da matéria relacionada com as decisões que pretendem adotar” PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 111.

⁴⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº RJ2002/1173. Relatora: Norma Jonssen Parente, j. em 2 out. 2003.

⁴⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02. Relatora: Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004.

Helena Santana defendeu que “(...) *considerações sobre o mérito de decisões de negócio, em geral, extrapolam o papel do regulador, em sua tarefa de revisão da legalidade dos atos dos administradores de companhia aberta*”⁴⁷.

Nota-se, assim, que a finalidade da regra do *business judgment rule* é garantir que os administradores tenham uma razoável margem de discricionariedade para a tomada de decisão, devendo, inclusive, ser encorajado a correr riscos visando a maximização de lucros.

Dessa forma, a legislação brasileira, incorporando o *business judgment rule*, busca alcançar o equilíbrio entre a necessidade de se evitar, punir e reparar os danos causados pelos administradores, e a segurança jurídica para que estes possam exercer sua função dentro da sociedade sem o temor de uma responsabilização excessiva⁴⁸.

Frente a este cenário, a interpretação dos art. 116 e 154 da Lei das S.A. torna-se de extrema relevância, visto que deles se extrai as diretrizes que possibilitam delimitar a existência ou não de culpa, estando ali, os parâmetros que devem orientar os atos de gestão e a eventual responsabilização caso estes sejam descumpridos.⁴⁹

A interpretação rigorosa e descontextualizada da realidade social dos referidos artigos pode levar a cenários de desequilíbrio, seja por não punir os gestores quando estes violam direitos de terceiros, ou por punir de forma excessiva. Nesse sentido, Ana Frazão reconhece a relevância dos instrumentos que permitem a responsabilização dos gestores, mas reforça a necessidade de se utilizar a reponsabilidade civil dos administradores e controladores com prudência, para evitar que se torne um instrumento de instabilidade social⁵⁰.

Conforme exposto no presente capítulo, a legislação brasileira, por meio da teoria

⁴⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/0097. Relatora: Maria Helena Santana, j. em 15 mar. 2007.

⁴⁸ “De qualquer forma, é importante salientar que a utilização da responsabilidade civil, nesse assunto, precisa ser cautelosa, a fim de diferenciar, com um mínimo de racionalidade, os danos das perdas insuscetíveis de reparação. Há que se buscar, também, a “justa medida que possibilite evitar, punir e reparar os prejuízos causados por atos de gestão considerados inaceitáveis, mas sem aumentar excessivamente os riscos pessoais assumidos pelos gestores, sob pena de comprometer o próprio princípio da personalização, além de dificultar ou mesmo afastar interessados para o exercício de tais funções.” FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 235.

⁴⁹ “A peculiaridade da Lei das S/A é que, ao mesmo tempo em que se socorre do fundamento geral da culpa, procura identificá-la de modo mais preciso, submetendo-a aos parâmetros do interesse da companhia, da função social da empresa e da consequente vedação ao abuso de direito. Em outras palavras, a culpa, no que se refere à responsabilidade civil dos gestores, passa a estar associada às diretrizes previstas nos arts. 116, § único, e 154, da Lei das S/A. O mesmo pode ser dito em relação aos deveres previstos na Lei das S/A, pois estes não têm outra finalidade senão funcionarem como parâmetros que devem orientar os atos de gestão empresarial e que, se descumpridos, justificarão a atitude culposa daquele que não os observou.” FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 262.

⁵⁰FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 266.

institucionalista trouxe a necessidade de os interesses sociais e de terceiros serem observados dentro das companhias brasileiras, cabendo aos administradores e controladores assegurarem o cumprimento da função social da sociedade e dos demais objetivos sociais. Para tanto, a LSA trouxe a relação de deveres assumidos pelos gestores e a possibilidade de responsabilização caso estes atuem em descompasso com as obrigações legalmente e contratualmente assumidas perante a companhia.

Uma vez delimitada a natureza da responsabilidade civil dos administradores e controladores dentro das companhias brasileiras, bem como sob que circunstâncias estes podem ser responsabilizados, passaremos a destrinchar o escopo central do presente trabalho, qual seja, os mecanismos públicos e privados de reparação civil dos acionistas minoritários na legislação brasileira e americana.

2. MECANISMOS, PÚBLICOS E PRIVADOS, DE REPARAÇÃO CIVIL DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

A presente pesquisa tem como objetivo analisar em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

A dissertação analisará os mecanismos de ressarcimento dos danos causados aos acionistas minoritários por administradores e controladores na legislação brasileira (tópico 2) e estadunidense (tópico 3), para, em seguida observar a existência de interseções entre os dois modelos (tópico 4) e eventuais importações da legislação americana que podem aprimorar o sistema brasileiro.

Conforme analisado no tópico 1 da presente dissertação, a Lei da Sociedade Anônimas regulamenta de forma exaustiva os deveres e obrigações assumidos pelos administradores⁵¹, e coloca o administrador em uma posição estratégica de representação dos interesses da companhia e de condução das atividades desempenhadas pela empresa. Em decorrência das obrigações assumidas, o administrador responde civilmente pelos danos causados à companhia, acionistas e terceiros quando atua com culpa ou dolo, ou em violação da lei ou do estatuto.

⁵¹ “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembleia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.” BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em:< http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm> . Acesso em 9 dez. 2022.

Diante da posição estratégica assumida pelo administrador e dos potenciais danos que sua atuação irregular pode causar para os acionistas e para a companhia, os mecanismos de responsabilização dos administradores receberam maior destaque na Lei 6.404/76.

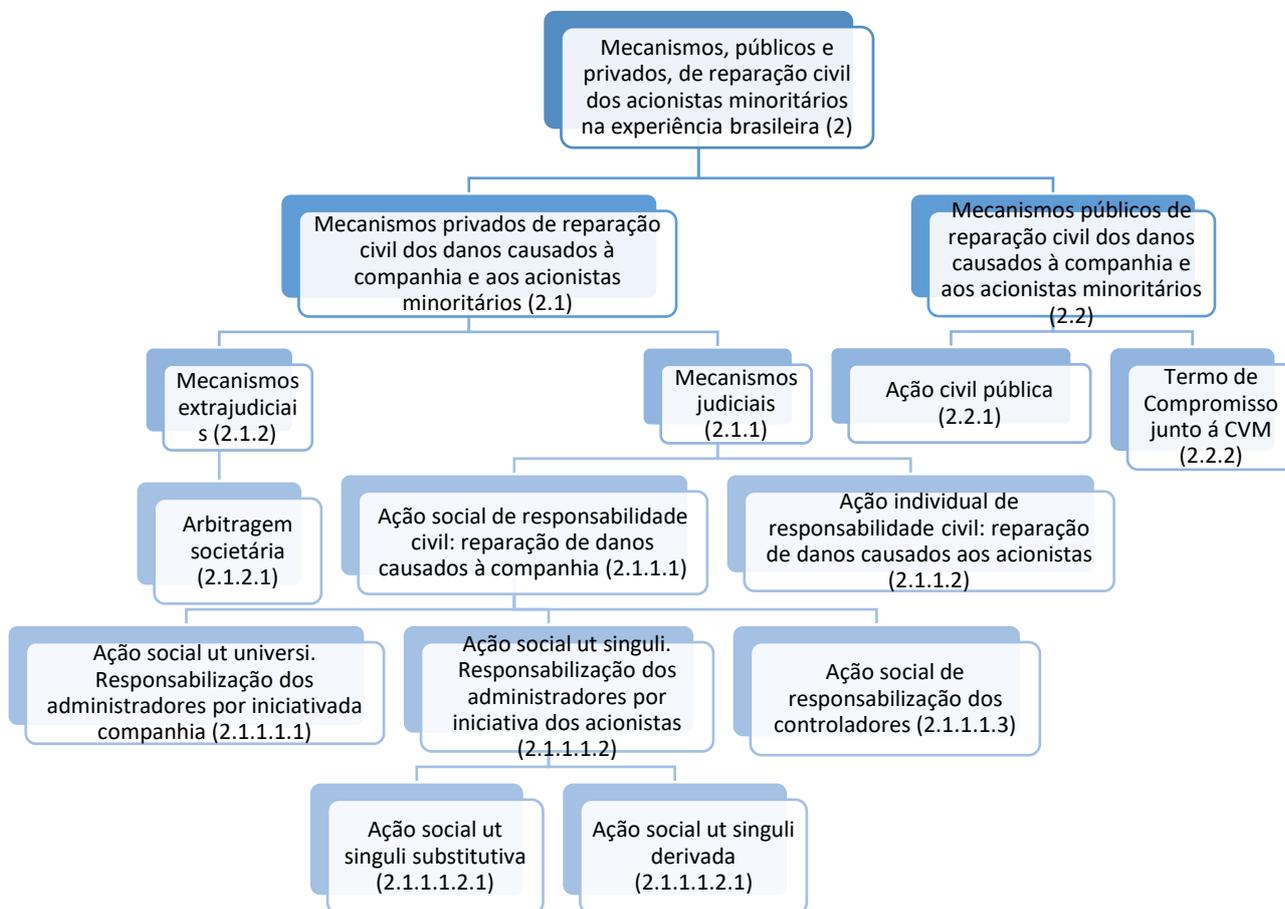
Para tanto, o presente capítulo analisará os mecanismos privados (tópico 2.1) e públicos (2.2) previstos na legislação brasileira para resguardar o direito ao ressarcimento dos acionistas e da companhia, bem como os principais entraves enfrentados para que a parte lesada alcance a reparação dos danos sofridos.

Dentro dos mecanismos privados de reparação civil, perpassaremos pela análise dos mecanismos judiciais de reparação civil dos danos causados à companhia (2.1.1), incluindo as ações ajuizadas em face dos prejuízos causados pelos administradores (2.1.1.1) e as ações ajuizadas em face dos prejuízos causados pelos controladores (2.1.1.2). Em seguida passaremos para a análise dos mecanismos judiciais de reparação civil dos danos causados aos acionistas (2.1.2). Ainda no escopo dos mecanismos privados de reparação civil, o presente trabalho abordará os mecanismos extrajudiciais de reparação civil dos danos causados à companhia e aos acionistas (2.1.2).

Superada a análise dos mecanismos privados, passaremos a analisar os mecanismos públicos disponíveis para alcançar a reparação civil dos danos causados pelos controladores e administradores (2.2).

Frente a este cenário, o presente tópico se propõe a analisar os mecanismos públicos e privados existentes na legislação brasileira que buscam assegurar que eventuais condutas ilegais perpetradas pelos administradores e controladores não fiquem impunes e que as partes eventualmente prejudicadas terão os meios processuais adequados para alcançar o ressarcimento que lhes é devido.

Imagem 1 – Organograma dos mecanismos, públicos e privados, de reparação civil dos acionistas minoritários na experiência brasileira



Fonte: elaboração própria.

2.1. MECANISMOS PRIVADOS DE REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS À COMPANHIA E AOS ACIONISTAS

No presente tópico será realizada a análise dos mecanismos privados de reparação civil. Perpassaremos pela análise dos mecanismos judiciais de reparação civil dos danos causados à companhia (2.1.1), incluindo as ações ajuizadas em face dos prejuízos causados pelos administradores (2.1.1.1) e as ações ajuizadas em face dos prejuízos causados pelos controladores (2.1.1.2). Em seguida passaremos para a análise dos mecanismos judiciais de reparação civil dos danos causados aos acionistas (2.1.2). Ainda no escopo dos mecanismos

privados de reparação civil, o presente trabalho abordará os mecanismos extrajudiciais de reparação civil dos danos causados à companhia e aos acionistas (2.1.2).

2.1.1. Mecanismos judiciais privados de reparação civil dos danos causados à companhia e aos acionistas

No que concerne à reparação de danos, a experiência brasileira atribui grande relevância aos mecanismos judiciais, sendo este, via de regra o primeiro caminho buscado por aqueles que sofreram algum dano e almejam o ressarcimento que lhes é devido. Dessa forma, a presente tópico passará a analisar os mecanismos judiciais de reparação civil dos danos causados pelos administradores e controladores.

2.1.1.1. Ação social de responsabilidade civil como mecanismo de reparação de danos causados à companhia

A ação social de responsabilidade civil tem como objetivo reparar o dano sofrido pela companhia⁵², ou seja, diante de condutas ilegais perpetradas pelos administradores, surge o direito de a própria companhia buscar o ressarcimento e a recomposição de seu patrimônio social ao *status quo*, mediante prévia deliberação da assembleia geral.

Segundo Bulhões Pedreira⁵³, a ação “*é dita social porque pertence à sociedade*” e visa a responsabilização do administrador e controlador que causou um dano direto à companhia. Dessa forma, a ação social surge a partir do momento em que a companhia figura como vítima da conduta ilegal praticada pelo administrador ou controlador e é verificada a lesão ao patrimônio da sociedade. A ação social está prevista no caput do art. 159 da Lei 6.404/76, para as hipóteses em que o dano foi causado pelo administrador, e no art. 246 da Lei 6.404/76, quando o dano for causado pelo controlador.

Antes de adentrarmos a análise da ação social, é importante destacar que, apesar de a ação social tratar sobre a hipótese de lesão à companhia e, conseqüentemente, dos mecanismos de reparação dos danos sofrido pela sociedade, a matéria é relevante para o presente trabalho.

⁵² ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 307.

⁵³ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Ação social e individual. Cabimento e prescrição. Arts.159 e 287 da Lei das S/A. Jurídico.09 abr.1987. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995, v.II; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995, v.II, p.407.

Isto porque, como será analisado no tópico 2.1.1.2, a legislação societária não prevê a possibilidade de o acionista pleitear, em nome próprio, a reparação de danos indiretos. Logo, quando lesado indiretamente, cabe apenas a reparação indireta por meio da reparação dos danos sofridos pela companhia.

2.1.1.1.1. *Ação social ut universi. Responsabilização civil dos administradores por iniciativa da companhia*

A ação social *ut universi* é a forma originária da ação social, por meio da qual a sociedade é legitimada para ingressar com a ação de responsabilidade civil para buscar a indenização pelos prejuízos sofridos. Trata-se, assim, da hipótese em que a companhia ajuíza a ação de reparação de dano em nome próprio em face do prejuízo causado pelo ato ilícito perpetrado pelo administrador⁵⁴⁵⁵.

Em que pese a ação social *ut universi* tenha como premissa a legitimidade ativa originária da companhia, o ajuizamento da ação de responsabilidade civil somente é autorizado mediante deliberação prévia da assembleia geral que, por maioria simples, deve aprovar a propositura do pleito pela sociedade⁵⁶. Nesse sentido, legitima-se os acionistas para deliberar sobre o interesse da sociedade em adotar as medidas processuais cabíveis para alcançar a reparação dos danos sofridos em decorrência de prática ilegal dos administradores.

A necessidade de manifestação do órgão máximo da administração não deriva apenas da relevância da matéria, mas do conflito de interesse que impediria que os próprios administradores deliberassem sobre a propositura de ação de responsabilidade civil da qual serão réus⁵⁷.

A nomeação da assembleia como órgão competente para decidir sobre o ajuizamento da ação pela companhia em face do gestor também está alinhada com o sistema de freios e contrapesos existentes na Lei das Sociedades Anônimas e busca legitimar o direito subjetivo

⁵⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, v. 3. p. 545-546.

⁵⁵ CORREA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 195.

⁵⁶ Art. 159, §1º “§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia-geral extraordinária”. BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm > . Acesso em 9 dez. 2022.

⁵⁷ EIZIRIK, Nelson. *Inexistência de impedimento do administrador na ação social uti singuli*. Aspectos modernos do direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 68.

dos acionistas de deliberarem sobre às decisões estratégicas da sociedade e os potenciais conflitos de interesse que podem advir da tomada de decisão sobre o ajuizamento da ação⁵⁸.

A decisão pelo ajuizamento da ação de ressarcimento é essencialmente uma decisão estratégica a ser tomada pela companhia, visto que os efeitos gerados pela impetração da demanda vão além da mera indenização pleiteada no bojo da ação. Isto pois, associado à um dano individual sofrido pela sociedade, a deliberação positiva pela propositura da ação social *ut universi* implica no reconhecimento, pela assembleia geral, de que falhas graves ocorreram no âmbito da companhia e geraram um prejuízo para a sociedade.

Logo, a deliberação sobre o ajuizamento ou não da ação de ressarcimento pela companhia deve estar alinhada a uma análise estratégica quanto ao impacto que poderá ser gerado para a sociedade, para o valor de negociação de suas ações na bolsa de valores, bem como para a relação com investidores e parceiros.

Diante das consequências que o ajuizamento da ação pode gerar para a imagem da companhia e para o seu desempenho econômico-financeiro, a assembleia geral, por ser o órgão máximo da administração e intérprete da vontade social, deve ser legitimada para analisar a conveniência da propositura da ação em nome da sociedade.

Somada à visão estratégica que perpassa pela decisão de propor a ação, há que se observar que um dos efeitos imediatos à aprovação da demanda pela assembleia geral é o *impeachment* do administrador apontado como responsável pelos danos⁵⁹. Dessa forma, uma vez aprovado o ajuizamento da ação, o administrador será imediatamente destituído.

O *impeachment* previsto na Lei 6.404/76 está intrinsecamente ligado à essência da nomeação do administrador e dos deveres e obrigações por ele assumidos. Isto pois, a partir do momento em que a assembleia geral, que o nomeou, entende que o gestor violou seus deveres e atuou de forma ilegal, o legislador presumiu que a confiança outrora existente não subsiste. Razão pela qual, ao reconhecer a prática irregular que resultou em dano para a companhia, entende-se que o gestor não preenche mais os requisitos necessários para permanecer como representante dos interesses da sociedade.

Assim, considerando que uma das consequências inerentes à aprovação do ajuizamento da ação é a destituição do administrador, em razão da quebra de confiança entre os acionistas e a administração, é razoável reafirmar o interesse da assembleia geral em se manifestar sobre a

⁵⁸WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 81.

⁵⁹ “art. 159, §2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembleia.” BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm > . Acesso em 9 dez. 2022.

matéria. Posto que, além do impacto para a sociedade, ao anuir com o ajuizamento da ação de reparação civil, a Assembleia Geral determinará a destituição do administrador por ela nomeado.

Como visto, o legislador delimitou os principais aspectos relacionados à ação social *ut universi*, definindo as partes legitimadas, bem como os requisitos básicos associados ao ajuizamento da ação de reparação civil ajuizada pela companhia em face do administrador. Na mesma linha, o legislador não ignorou a possibilidade de os acionistas minoritários discordarem de uma eventual decisão pelo não ajuizamento da ação de ressarcimento, razão pela qual, conforme passaremos a analisar no tópico 2.1.1.1.2, o legislador criou a hipótese da ação social *ut singuli*.

2.1.1.1.2. Ação social *ut singuli*. Responsabilização civil dos administradores por iniciativa dos acionistas

Não obstante a companhia seja a parte ordinariamente legitimada para ajuizar a ação social, não é raro que a empresa decida não adotar qualquer medida em face de seus administradores, seja para evitar a exposição de falhas da sua administração ou pela vinculação entre os controladores e os administradores⁶⁰.

Ciente da influência do poder de controle e da potencial vinculação entre o controlador e a administração por ele nomeada, o legislador incluiu na LSA mecanismos para mitigar a possibilidade de o acionista controlador atuar para impedir ou postergar a adoção de medidas em face da administração.

Frente a este cenário, os §§ 3º e 4º do art. 159 da Lei da 6.404/76 legitimaram os acionistas para buscar a tutela judicial caso a companhia permaneça inerte ou opte por não ajuizar a ação de reparação de danos.

O art. 159 da Lei 6.404/67 prevê as hipóteses em que os acionistas, em nome próprio, poderão ingressar com a ação de reparação de danos para pleitear a indenização devida à companhia. A ação cabível é conhecida como ação social *ut singuli*.

⁶⁰ COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. Volume 2 (Direito de Empresa). São Paulo: Saraiva, 2007, p. 294.

A ação social *ut singuli* poderá ser proposta diretamente pelos acionistas quando for vislumbrada a inércia da companhia em ajuizar a ação aprovada pela assembleia geral ou na hipótese em que a assembleia vote contra o ajuizamento da ação⁶¹⁶².

Segundo Guerreiro, a ação social *ut singuli* representa uma exceção ao art. 6º do Código de Processo Civil, visto que o acionista fica extraordinariamente legitimado a pleitear, em nome próprio, direito alheio⁶³.

Repisa-se que, apesar de o acionista ingressar com a ação em nome próprio, ainda estamos diante de uma ação social, logo o dano a ser reparado foi sofrido pela companhia e, conseqüentemente, os resultados obtidos por meio da ação judicial serão integralmente revertidos para ela⁶⁴.

A ação *ut singuli* se subdivide em duas hipóteses nas quais os acionistas podem ingressar com a ação em nome da companhia: a primeira é a ação social *ut singuli* substitutiva que, conforme será exposto no tópico 2.1.1.1.2.1, ocorre quando a companhia deixa de ajuizar a ação de ressarcimento já autorizada pela assembleia geral; e a segunda hipótese é a ação social *ut singuli* derivada que, conforme será exposto no tópico 2.1.1.1.2.2, ocorre quando a assembleia não autoriza o ajuizamento da ação pela companhia.

2.1.1.1.2.1. Ação social *ut singuli* substitutiva

A ação *ut singuli* ocorre em duas hipóteses, a primeira, conhecida como ação social *ut singuli* substitutiva, contida no §3º do art. 159 da Lei 6.404/76, que prevê que qualquer acionista poderá ingressar com a ação em nome da companhia caso, após a deliberação favorável da assembleia pelo ajuizamento da ação, a sociedade não dê início ao processo no prazo de três meses, contados da deliberação.

⁶¹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz. Pereira, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 249-303.

⁶² Com posicionamento minoritário, Carvalhosa defende que apenas a hipótese do §4º do art. 159 da LEI 6.404/76 é ação social *ut singuli*, visto que a hipótese prevista no §3º do art. 159 da LEI 6.404/76 seria apenas caso de substituição processual da ação social *ut universi*. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3. p. 548 e 556-557.

⁶³ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Conflitos de interesse entre sociedades controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. V. 22, n. 5, jul/set 1983, p. 23-28.

⁶⁴ CORREA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 195.

O que se busca com a ação *ut singuli* substitutiva é evitar a dissidência da companhia em adotar as medidas cabíveis para buscar sua reparação, de modo que o acionista se torna legitimado a propor a ação diante da inércia da sociedade.⁶⁵

Ou seja, diante do não exercício do direito de ação pela companhia durante o prazo de 3 (três) meses, ocorre a legitimação extraordinária dos acionistas para ingressar com a ação em nome próprio e pleitear o ressarcimento da empresa⁶⁶.

A ação social *ut singuli* substitutiva parte da premissa de que a assembleia geral já manifestou seu interesse em ajuizar a ação em face do administrador, de forma que a vontade da companhia foi plenamente exercida. Razão pela qual o ajuizamento da ação independe do percentual de participação ou da classe da ação, e pode ser promovida por qualquer acionista, ainda que individualmente.

Vale destacar que aqueles que não eram mais acionistas da sociedade na data do ajuizamento da ação judicial não possuem legitimidade ativa para ingressar com a medida em nome da sociedade⁶⁷. Portanto, a legitimação extraordinária é ampla, afastando, a princípio, apenas aqueles que não são mais acionistas da companhia.

Oportuno destacar que ação social *ut singuli* substitutiva é subsidiária, ou seja, ela somente será ajuizada em caso de dissidência da Companhia e não implica na exclusão da legitimidade da sociedade para ingressar com a ação social *ut universi*.

Assim, a legitimação extraordinária dos acionistas não implica na exclusão da legitimidade da companhia, ou seja, caso a sociedade decida ingressar com a ação após o transcurso dos 3 meses, ainda terá plena legitimidade para o fazer e os acionistas não poderão mais ingressar com a ação em nome próprio, visto que, o ajuizamento da ação *ut universi*, ainda que após o transcurso do prazo de 3 (três) meses, implica na exclusão da legitimidade extraordinária dos acionistas para ingressarem com a ação *ut singuli* subsidiária⁶⁸.

2.1.1.1.2.2. Ação social *ut singuli* derivada

⁶⁵ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A prévia deliberação assemblear como condição de “legitimatío ad causam” na ação social*. Revista de Direito Mercantil, nº 100, Out.-Dez. de 1995, p. 98.

⁶⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3. p. 543 e 548-550.

⁶⁷ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito empresarial*, cit., vol. 3, p. 919-920.

⁶⁸ CAMPINHO, Sérgio. *Ações Social e individual*. p. 979. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

A segunda hipótese da ação social *ut singuli* está prevista no §4º do art. 159 da lei 6.404/76, que dispõe sobre a ação social *ut singuli* derivada. A referida ação é cabível na hipótese em que a assembleia geral não aprovou o ajuizamento da ação social pela companhia, cenário em que os acionistas que, individualmente ou em conjunto⁶⁹, representem, pelo menos, 5% do capital social ficam autorizados a promover a ação de responsabilidade civil em face dos administradores para reparar os danos sofridos pela sociedade.

Vale destacar que a ação social *ut singuli* derivada não trata da inercia da companhia, mas de um posicionamento negativo por parte da assembleia geral, que confere aos acionistas minoritários a faculdade de agir para preservar os interesses da coletividade. Assim, excepcionalmente⁷⁰, o acionista minoritário atuará como substituto processual derivado da sociedade⁷¹.

Quanto a legitimidade ativa da ação social derivada, Sergio Campinho defende outra limitação à legitimação para a ação, qual seja, o posicionamento adotado pelo acionista durante a assembleia que deliberou sobre a propositura da ação pela companhia⁷². Segundo o autor, somente estarão legitimados para ajuizar a ação social *ut singuli* derivada aqueles votaram a favor do ajuizamento da ação, os ausentes e os que se abstiveram; não são legitimados os acionistas que votaram contra o ajuizamento da ação pela companhia.

Por fim, é importante reforçar que a prévia deliberação assemblear é requisito para todas as hipóteses de ação social em face dos administradores, de forma que, para a ação *ut universi* e a *ut singuli* subsidiária haverá uma decisão positiva da assembleia, enquanto na ação *ut singuli* derivada a deliberação será negativa.⁷³

2.1.1.1.3 Ação social para responsabilização civil dos controladores por iniciativa da companhia

⁶⁹ CORREA-LIMA, Ormar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro, Aide, 1989, p.117.

⁷⁰ BRASIL. *Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015*. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2015/lei/113105.htm. Acesso em 9 dez. 2022.

⁷¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 307.

⁷² CAMPINHO, Sérgio. Ações Social e individual. p. 979. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

⁷³ CAMPINHO, Sérgio. Ações Social e individual. p. 978. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

Enquanto o art. 159 da Lei 6.404/76 dispõe sobre as ações cabíveis contra os administradores, o art. 246 da Lei 6.404/76⁷⁴ prevê a ação de responsabilidade civil em face dos controladores. Dessa forma, o legislador anteviu a possibilidade de o controlador da companhia atuar de forma lesiva, podendo causar danos à companhia, aos acionistas e à terceiros e incluiu expressamente na legislação a previsão da ação de responsabilidade civil em face do controlador.

Via de regra, nos casos em que a sociedade sofre um dano causado por seu controlador, compete à administração ajuizar a ação necessária para buscar a reparação devida, nos termos do art. 144 da LSA. A exceção analisada neste trabalho refere-se a hipótese em que, diante da omissão dos administradores, os acionistas passam a ser legitimados para buscar a indenização devida à sociedade. Nesse sentido, considerando a possibilidade de que a administração, eleita pelos controladores, seja omissa na obrigação de ajuizar a ação de reparação em face daqueles que a nomearam⁷⁵, a legislação confere aos acionistas minoritários a legitimidade ativa necessária para defenderem o interesse da companhia.

Dessa forma, o §1º do art. 246 da Lei 6.404/76 trouxe as duas hipóteses em que os acionistas podem ingressar com a ação para tutelar os interesses da sociedade em face dos danos causados por seus próprios controladores. Assim, o acionista passa a atuar como substituto processual, visto que a companhia é a titular do direito, contudo o acionista tem legitimidade para pleitear em juízo⁷⁶.

A primeira hipótese prevê que os acionistas titulares de ao menos 5% do capital social podem ajuizar a ação de reparação em face dos controladores para pleitear a reparação os danos causados a companhia. O disposto na alínea a do § 1º, do art. 246 da LSA guarda paralelismo com o art. 159, §4 da LSA, que prevê a hipótese da ação social *ut singuli* derivada, já analisada neste trabalho no tópico 2.1.1.1.2.2, que prevê a possibilidade de os acionistas representantes de, pelo menos, 5% do capital social ajuizarem ação social em face do administrador caso a assembleia geral não aprove o ajuizamento da ação em nome próprio⁷⁷.

⁷⁴ “Art. 246. a sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117” BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm > . Acesso em 9 dez. 2022.

⁷⁵ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 711

⁷⁶ DINAMARCO, Cândido Rangel. *Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários-questões processuais*. In: *Processo Civil Empresarial*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 602-656, p. 607-608; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 710-711; LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 408; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A* São Paulo: Saraiva, 2009. p. 407-412;

⁷⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009.

A segunda hipóteses, prevista na alínea b, do §1º, do art. 246 da LSA, autoriza que qualquer acionista, independentemente do tamanho da sua participação no capital social, possa propor a ação de responsabilidade em face da sociedade controladora, desde que seja realizado o depósito de caução equivalente as custas e honorários de advogados.

Nota-se, assim, que o legislador disponibilizou dois mecanismos para que os acionistas minoritários, diante da inercia da companhia, possam tutelar o interesse social e buscar a reparação dos danos sofridos pela sociedade.

Com o objetivo de incentivar e premiar a iniciativa dos acionistas que atuarem para reestabelecer o patrimônio da companhia, o §2º do art. 246 trouxe a previsão do pagamento e um prêmio de 5% do valor da indenização a ser pago pelo controlador. O prêmio será devido caso a ação de reparação venha a ser julgada procedente e a sociedade controladora seja obrigada a reparar o prejuízo causado à companhia.

Dessa forma, ao contrário da ação social ut singuli, o legislador, ciente dos riscos e dos custos inerentes ao ajuizamento da ação, fixou um benefício direto para o acionista que ajuizar a ação em nome da companhia, de modo que este fará jus ao pagamento do prêmio e não apenas do benefício gerado indiretamente pela indenização paga à companhia.

Destaca-se que o pagamento do prêmio também pode ver visto como uma forma de mitigar o problema econômico relacionado ou “bem comum” (public good)⁷⁸. O referido problema surge quando se verifica que a conduta adotada por um agente beneficiará a toda a coletividade, logo, surge um incentivo para que as partes atuem de forma oportunista e, ao invés de adotar as medidas cabíveis, opte por aguardar os resultados alcançados por terceiros. Logo, aquele que se dispõe a conduzir o processo decisório estará exposto a mais riscos do que aqueles que somente serão beneficiados ao final e adotaram a postura de free riders⁷⁹.

Quando analisamos a ação de reparação em face do controlador, nos deparamos com o problema do “bem comum”, isto porque, a ação é ajuizada com o objetivo de alcançar a reparação patrimonial da companhia o que beneficia, indiretamente, todos os seus acionistas.

Dessa forma, existem incentivos para que os acionistas não se movimentem e aguardem a iniciativa de outro acionista, posto que, caso fique inerte, o acionista evita a exposição a riscos

⁷⁸ BUCHANAN, J. M., Public Goods in the Theory and in Practice:, a Note on the Minasian-Samuelson Discussion. *The Journal of Law and Economics* , vol. 10, 1967, p. 193-197.

⁷⁹ AAKEN, Anne Van. Shareholder Suits as a Technique of Internalization and Control of Management: A Functional and Comparative Analysis.”*Rabels Zeitschrift Für Ausländisches Und Internationales Privatrecht / The Rabel Journal of Comparative and International Private Law*, vol. 68, no. 2, 2004, pp. 288–327. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/27878439>. Acesso em 9 dez. 2022.

e tem a certeza de que será beneficiado pela decisão procedente obtida por outro acionista⁸⁰. Nesse sentido, a existência do prêmio cria um incentivo adicional para que os acionistas não permaneçam inertes e busquem o ajuizamento da ação de responsabilidade civil do controlador pelos danos causados a companhia.

Imperioso ressaltar que, ao contrário da ação social em face do administrador, na qual a manifestação prévia da assembleia geral é obrigatória, a legislação não prevê a necessidade de deliberação assemblear para que os acionistas possam buscar a responsabilidade do controlador.

A jurisprudência pátria sobre a matéria ainda não foi pacificada, de modo que existem julgados que exigem a prévia deliberação assemblear acerca da propositura de ação em face do controlador⁸¹, bem como outros julgados que defendem que a deliberação é desnecessária⁸².

Em que pese o posicionamento oscilante da jurisprudência, na doutrina defende-se que a ausência de previsão legal específica quanto à necessidade de deliberação prévia é suficiente para afastar qualquer discussão quanto à necessidade de prévia manifestação da assembleia geral⁸³.

Somado a isto, a natureza jurídica da assembleia geral também reforça a inadequação de eventual deliberação. Isto pois, a assembleia geral é o órgão máximo de deliberação na companhia, por meio do qual os acionistas manifestam seus interesses por meio do voto. Tendo em vista que o controlador é aquele que “*é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral*” (LSA 116, a), caberia a ele aprovar ou não o ajuizamento da ação. Logo, não seria razoável admitir que o controlador deliberará positivamente pelo ajuizamento de uma ação para buscar a sua própria responsabilização⁸⁴, de modo que a realização de assembleia geral para deliberar sobre a responsabilização do controlador poderia ser frustrada pela própria manifestação do controlador durante a reunião.

Outro ponto que merece destaque é a discussão quanto à possibilidade de se buscar a reparação dos prejuízos causados pelos controladores pessoa física. Isto pois, o art. 246 da Lei 6.404/76 dispõe apenas sobre a ação de responsabilidade civil em face de sociedade

⁸⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 255.

⁸¹ STJ, REsp. nº 16.410-SP, 4ª T., rel. Min. Sálvio de Figueiredo., 14.12.1992.

⁸² STJ, REsp. nº 798.264-SP, 32ª T., rel. p/ ac. Min. Nancy Andrighi, j. 06.02.2007. STJ, REsp. nº 1.214.497-RJ, 4ª T., rel. p/ac. Min. Raul Araújo, j. 23.09.2014.

⁸³ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, v. 3, 2. Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 369.

⁸⁴ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro, v. 1, São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 711;

controladora, ou seja, não há na lei nº 6.404/76 previsão quanto aos mecanismos cabíveis para acionar a responsabilidade de acionista controlador. Portanto, a Lei 6.404/76 é omissa quanto à possibilidade de a parte lesada requerer a responsabilização de acionista controlador que não esteja organizado em forma de sociedade.

Em que pese a Lei 6.404/76 não tenha disposto expressamente sobre a possibilidade de responsabilização de acionista controlador, o STJ vem interpretando o art. 246 da LSA sob a perspectiva do poder de controle definido no art. 116 da LSA, o que possibilita o ajuizamento da ação em face do controlador independentemente de qualquer organização societária.

“ Tratando-se de ação de reparação de danos fundada no art. 246 da Lei das S.A., são partes legítimas para responder aos seus termos os acionistas e sociedades ditos controladores, assim definidos no art. 116 da Lei das S.A., havendo, no caso dos autos, elementos probatórios que identificam como tais as pessoas e entidades face as quais foi intentado a presente ação.”⁸⁵

O posicionamento também é reforçado pela análise do próprio Projeto de Lei das Sociedade Anônimas que, ao dispor sobre a definição de controle, definiu que “*o conceito de sociedade controladora corresponde ao de acionista controlador, do parágrafo único do artigo 116*”⁸⁶.

Dessa forma, o dispositivo deve ser interpretado de forma ampla, possibilitando não apenas a responsabilização da sociedade controladora, mas também do controlador que não está organizado societariamente.

Pela análise realizada é possível observar que, apesar de também tratar de ação de responsabilidade civil, ao dispor sobre a responsabilidade do controlador o legislador optou por incluir alguns elementos adicionais que possibilitaram a ampliação do acesso dos acionistas minoritários à discussão e reduziu alguns entraves enfrentados pelos acionistas para alcançar a responsabilização dos administradores.

2.1.1.1.4. Desafios pragmáticos à reparação dos danos judiciais privados causados à companhia

Em que pese as ações sociais estejam delimitadas no ordenamento jurídico brasileiro, na prática, os acionistas lesados vem enfrentando desafios para alcançar o efetivo ressarcimento. Assim, tendo em vista que o objetivo deste trabalho é analisar em que medida

⁸⁵ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Resp. 113.446, 1ª Turma, RTJ 126/754.

⁸⁶ BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2022.

os mecanismos existentes na legislação brasileira permitem acionistas alcançarem a reparação financeira em face das condutas lesivas apuradas no âmbito de companhias, passaremos a destrinchar os entraves enfrentados para alcançar a reparação dos danos causados à companhia pelos administradores e controladores.

Dessa forma, não obstante a delimitação legal da ação *ut universi* e *ut singuli*, na prática há uma percepção de que a presença de alguns entraves para a utilização dos institutos está resultando na inexpressiva proposição da ação social de responsabilidade civil do administrador e controlador.

Nesse sentido, os próximos tópicos serão dedicados para a análise dos principais obstáculos enfrentados para o ajuizamento da ação social e, conseqüentemente, para a efetivação dos direitos da companhia, sendo os principais desafios (i) inclusão da matéria na pauta da assembleia; (ii) necessidade de deliberação positiva pelo controlador; (iii) exoneração da responsabilidade dos administradores; (iv) reduzido benefício econômico; (v) custos para o ajuizamento da ação; (vi) exigência de quórum mínimo; (vii) produção probatória; (viii) possibilidade de transação pela companhia; (ix) distribuição do prêmio na ação em face do controlador; (x) realização de depósito caução na ação em face do controlador.

2.1.1.1.4.1 *Desafios enfrentados pelos acionistas para a inclusão da matéria na pauta da assembleia*

Como exposto, um dos requisitos para o ajuizamento da ação social em face do administrador, tanto *ut universi* quanto *ut singuli*, é a deliberação prévia da assembleia geral, visto que o ajuizamento da ação pode gerar severos impactos para a companhia e implica no afastamento do administrador.

Contudo, na prática, a necessidade de deliberação prévia pode se tornar um entrave para o ajuizamento da ação social em face do administrador, posto que os próprios administradores da companhia são responsáveis por definir a pauta e convocar as assembleias gerais⁸⁷.

A preocupação com a convocação da assembleia e a inclusão na ordem do dia surgem ainda nas discussões travadas sobre o anteprojeto de Lei das Sociedade Anônimas, qual seja “o fato de ser necessário constar da ordem do dia dificulta ou mesmo impede a propositura da ação, pois quem organiza a referida ordem do dia são os próprios administradores”⁸⁸.

⁸⁷ CARVALHOSA, Modesto. *A nova lei de sociedades anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977. p. 127.

⁸⁸ CARVALHOSA, Modesto. *A nova lei de sociedades anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977. p. 125.

Logo, a inércia dos administradores em convocar uma assembleia geral e incluir na ordem do dia a deliberação sobre o ajuizamento de ação de responsabilidade civil em face do próprio administrador pode frustrar a expectativa de reparação da companhia.

Como solução para o obstáculo da convocação da assembleia geral, a Lei 6.404/76, prevê na alínea 'c' do parágrafo único do art. 123 que os acionistas representando pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social, podem promover a convocação da assembleia, desde que os administradores não atendam ao pedido de convocação apresentado no prazo de 8 (oito) dias.

Ocorre que, conforme será analisado no tópico 2.1.1.1.4.7, quando tratamos de sociedades anônimas, em especial aquelas de capital aberto, alcançar o percentual de 5% (cinco por cento) do capital social é uma tarefa árdua, visto que nos deparamos com diversas companhias que possuem o capital pulverizado ou extremamente concentrado, inviabilizando o alinhamento de acionistas para propor a convocação da assembleia.

Nesse sentido, o percentual necessário para que acionistas minoritários possam convocar a assembleia acaba por limitar ou dificultar o início das discussões quanto ao ajuizamento de uma eventual ação de responsabilidade civil do administrador.

Os entraves para a inclusão da matéria na ordem do dia também vêm sendo mitigados pelo posicionamento adotado pela doutrina⁸⁹, uma vez que, em atenção ao princípio da vinculação de pertinência temática com a ordem do dia da assembleia, a deliberação sobre a responsabilização do administrador poderá ser incluída em pauta caso fique caracterizada a pertinência temática com as matérias previamente incluídas na ordem do dia da assembleia geral.

Quanto à assembleia geral ordinária, entende-se que a pertinência temática é intrínseca a pauta prevista em lei⁹⁰, logo, de antemão se reconhece que a matéria poderá ser incluída na ordem do dia independentemente de convocação prévia. Quanto à assembleia geral extraordinária, deverá ser analisado caso a caso se a propositura da ação possui pertinência temática com a pauta apresentada para deliberação⁹¹.

⁸⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009.

⁹⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2. p. 292.; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2. p. 957; TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 909.

⁹¹ “Assim, a sede natural para deliberar sobre a propositura da ação social é a assembleia geral ordinária (AGO), que tem por objeto matérias que se referem à análise da administração social sob um juízo retrospectivo. Há, nessa medida, vínculo pressuposto de pertinência temática com a ordem do dia [...]. Frise-se, portanto, que, seja em AGO ou em AGE, a propositura da ação de responsabilidade civil não carece constar necessariamente da ordem do dia (LEI 6.404/76, art. 124), mas deverá guardar sempre a necessária vinculação temática com as matérias em análise

No que tange a legitimidade para propor a inclusão da matéria em pauta durante a assembleia, Trajano de Miranda Valverde defende que a participação de acionista em assembleia é direito fundamental do acionista e independe da classe da ação da qual ele é titular, bem como se a ação lhe confere ou não direito de voto⁹². Assim, ainda que o acionista não tenha direito a voto, seu direito de participar e de se manifestar durante as assembleias é integralmente preservado⁹³.

Logo, no que tange à solicitação para que a assembleia geral se manifeste sobre o ingresso da ação de reparação de danos em face do administrador, qualquer acionista pode propor a deliberação da matéria à assembleia geral, inclusive aqueles sem direito a voto⁹⁴.

Frente a este cenário, a deliberação pela propositura da ação pode ficar comprometida pelos interesses privados dos controladores e dos administradores que podem implementar práticas indevidas para dificultar uma eventual deliberação sobre a matéria e, conseqüentemente, inviabilizar o ajuizamento da ação de responsabilidade civil do administrador.

2.1.1.1.4.2. Desafios enfrentados pelos acionistas frente à necessidade de deliberação positiva pelo controlador

Ao analisarmos as disposições legais referentes à ação de responsabilidade civil dos administradores, nota-se que não há previsão de quórum específico para a aprovação do ajuizamento da ação. Diante da ausência de quórum específico, aplica-se regra geral prevista no art. 129 da Lei 6.404/76 que prevê que as decisões serão tomadas por maioria absoluta de votos.

no conclave”. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 316-318.

⁹² “Pouco importa que o acionista, sem direito de voto não possa concorrer para a formação da vontade coletiva. Essa restrição ele [sic] a aceitou ao adquirir o título, que lhe conferiu a qualidade de sócio. Todavia, poderá esclarecer ou encaminhar os debates, propor soluções e lavar o seu protesto, que deverá constar da ata, se entender que a resolução da assembleia geral fere seus legítimos interesses [sic] ou os da própria sociedade.”. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 2. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953. v. 2. p. 98-99.

⁹³ “[...] todo acionista poderá participar de qualquer assembleia geral e nela discutir matéria de interesse individual, coletivo e social, sem nenhuma distinção entre as diferentes categorias de ação. Assim, todo acionista tem direito à palavra, embora possa não ter direito a voto. Trata-se do *Debattrecht*, que deve ser entendido em face da nossa Lei como prerrogativa autônoma e plena, inteiramente desvinculada do outro direito, que é o de voto.” CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2. p. 973-974.

⁹⁴ FRAZÃO, Ana. Ação Social de Responsabilidade Civil: Legitimados Ativos. P. 985. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

Dessa forma, a propositura da ação de responsabilidade civil do administrador pela companhia depende de deliberação positiva por parte de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital social. Depreende-se, assim, que o ajuizamento da ação depende necessariamente de uma manifestação positiva por parte dos controladores da sociedade, visto que a medida judicial somente será aprovada mediante o apoio da maioria do capital social.

Ocorre que são reduzidos os incentivos para que o controlador decida ajuizar uma ação de responsabilização em face do administrador por ele nomeado. Isto pois, os controladores das sociedades anônimas são responsáveis por nomear os administradores da sociedade, existindo uma relação de confiança entre o acionista controlador e os administradores por ele nomeados.

Nesse sentido Marcelo Vieira Von Adamek entende que o requisito imposto pela legislação traz severa limitação ao ajuizamento da ação social *ut universi*, visto que, dentro da lógica das sociedades brasileiras não é comum a assembleia geral deliberar por aprovar o ajuizamento da ação em face dos administradores eleitos pelos próprios controladores⁹⁵.

Modesto Carvalhosa também defende que a exigência de prévia deliberação positiva acaba representando um escudo para os administradores que agiram de forma irregular⁹⁶, posto que, somado ao fato de que os administradores possuem substancial influência sobre as decisões da companhia⁹⁷, a maioria dos administradores da sociedade são nomeados pelos controladores.

Ante o exposto, a deliberação pela propositura da ação pode ficar comprometida pela ausência de incentivos para que o acionista controlador delibere positivamente pela responsabilização da administração por ele nomeada.

2.1.1.1.4.3. *Desafios enfrentados pelos acionistas pela exoneração da responsabilidade dos administradores*

Conforme disposto no art. 132 da lei 6.404/76, compete privativamente a assembleia geral deliberar sobre as demonstrações financeiras e as contas dos administradores e, se

⁹⁵ “Tutela do minoritário? [...] a ação social de que estamos aqui a tratar [art. 159, §3º, da LEI 6.404/76] é *avis rara* em nossos tribunais, já que a deliberação assemblear positiva é algo que dificilmente se detecta na prática societária.” ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 372.

⁹⁶ “O anteprojeto transforma a assembleia geral num verdadeiro escudo dos administradores contra possíveis ações de responsabilidade civil pelos prejuízos que causarem ao patrimônio social. [...] Disso tudo resulta que, pelo anteprojeto, os administradores ficarão, na prática, imunes de qualquer procedimento judicial sobre sua gestão” CARVALHOSA, Modesto. *A nova lei de sociedades anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977. p. 124.

⁹⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3. p. 556.

aprovadas as contas sem ressalvas, o §3º do art. 134 da lei 6.404/76 prevê que os administradores ficam exonerados de responsabilidade civil.

O artigo 134 traz a previsão legal do instituto denominado de *quitas* e tem como objetivo exonerar os administradores de qualquer responsabilidade civil perante a companhia em razão de sua atuação no exercício em análise.

O *quitas* foi criado com o objetivo de garantir aos gestores a segurança jurídica necessária para que pudessem atuar em nome da sociedade sem ficar à mercê de questionamentos inesperados por parte da companhia. Assim, uma vez que a assembleia geral aprova as contas sem ressalvas, os administradores passam a ter a segurança de que não serão acionados para responder por matérias devidamente analisadas e aprovadas pelos acionistas.

Assim, a exoneração de responsabilidade do administrador é um mecanismo relevante para que o gestor possa exercer com tranquilidade suas atividades, sem o receio de que uma eventual responsabilização possa afetar a sua atuação e, em especial, às decisões de risco que eventualmente venham a ser tomadas.

Reforçando a importância da previsão legal, o judiciário brasileiro reconhece a impossibilidade de a companhia buscar responsabilizar o administrador por meio de ação social *ut universi* quando este teve suas contas aprovadas pelos acionistas. Nesse sentido é possível observar o acórdão proferido pelo STJ no âmbito do Recurso Especial nº 1.313.725-SP. Ao analisar a responsabilidade do gestor da Sadia pela realização de operações de hedge que geraram prejuízo para a companhia, o STJ entendeu que o administrador não poderia ser responsabilizado, posto que suas contas haviam sido aprovadas pela assembleia geral ordinária, ocorrida no dia 27 de abril de 2009, “2. *Esta Corte Superior mantém o entendimento de que, salvo se anulada, a aprovação das contas sem reservas pela assembleia geral exonera os administradores e diretores de quaisquer responsabilidades.*”⁹⁸.

⁹⁸ “RECURSO ESPECIAL. CIVIL E PROCESSUAL CIVIL. NEGATIVA DE PRESTAÇÃO JURISDICIONAL. INEXISTÊNCIA. SOCIEDADE ANÔNIMA. RESPONSABILIZAÇÃO DO DIRETOR FINANCEIRO. APROVAÇÃO DAS CONTAS POR ASSEMBLEIA GERAL SEM RESSALVAS . PRÉVIA ANULAÇÃO. PRECEDENTES. SÚMULA Nº 211/STJ. HONORÁRIOS ADVOCATÍCIOS. SUCUMBÊNCIA. SÚMULA Nº 7/STJ. 1. Não há falar em negativa de prestação jurisdicional se o tribunal de origem motiva adequadamente sua decisão, solucionando a controvérsia com a aplicação do direito que entende cabível à hipótese, apenas não no sentido pretendido pela parte. 2. Esta Corte Superior mantém o entendimento de que, salvo se anulada, a aprovação das contas sem reservas pela assembleia geral exonera os administradores e diretores de quaisquer responsabilidades. 3. A matéria versada nos demais artigos apontados como violados no recurso especial não foi objeto de debate pelas instâncias ordinárias, sequer de modo implícito, motivo pelo qual, ausente o requisito do prequestionamento, incide o disposto na Súmula nº 211/STJ. 4. A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça é assente no sentido de não ser possível a revisão do quantitativo em que autor e ré decaíram do pedido para fins de aferir a sucumbência recíproca ou mínima, por implicar reexame de matéria fático-probatória, vedado pela Súmula nº 7/STJ. 5. Recurso especial não provido. (REsp n. 1.313.725/SP, relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 26/6/2012, DJe de 29/6/2012.)

Ou seja, o *quitus* conferido pela assembleia geral ao administrador foi apontado como fator limitador da responsabilidade, não sendo possível responsabilizar o administrador na esfera civil, salvo mediante anulação da deliberação que aprovou as contas.

Dessa forma, em que pese tenha como objetivo proteger os administradores de questionamentos sobre decisões previamente tomadas e aprovadas pela assembleia, a extensão do *quitus* prevista na legislação pode acabar se tornando um impeditivo para o ajuizamento da ação de responsabilidade civil⁹⁹. Visto que tem o condão de afastar a reponsabilidade dos administradores e frustrar qualquer tentativa de indenização.

Usualmente a aprovação das contas sem ressalvas ocorre em cenários em que as partes estão agindo de boa-fé e que os acionistas entendem pela efetiva adequação das informações prestadas pelo administrador.

Contudo, o mecanismo também pode ser utilizado de forma abusiva. O cenário é vislumbrado quando aos controladores e aos administradores manipulam a utilização do *quitus* como forma de cercear eventuais questionamentos sobre condutas sabidamente irregulares. Logo, tendo em vista que as contas são aprovadas por maioria simples da assembleia geral, bastar que os controladores alinhem seus votos para aprovar as contas sem ressalvas e, conseqüentemente, exonerar a responsabilidade dos gestores.¹⁰⁰

Dessa forma, caso os controladores venham a agir de forma abusiva e indevidamente deliberem pela concessão do *quitus* como forma de proteção de seus administradores, a conduta acabaria impedindo o ajuizamento da ação social¹⁰¹.

⁹⁹ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1253.

¹⁰⁰ “O primeiro aspecto negativo relativo ao efeito extintivo do *quitus* é possibilidade de abusos por parte da maioria [...]. Dessa forma, caso o acionista controlador ou grupo de controle detenha maioria dos votos, a exoneração de responsabilidade dos administradores pode ser por eles arbitrada sem que reste aos acionistas minoritários meio hábil para pleitear a responsabilização de administradores faltosos e, portanto, o ressarcimento dos prejuízos sofridos pela companhia [...]. Essa sistemática contribui para que administradores e acionistas controladores possam atuar conjuntamente, de forma abusiva, sem que seja possível a propositura de ação de responsabilidade civil por parte dos acionistas minoritários. Em outras palavras, o efeito extintivo do *quitus* cria, em última análise, uma hipótese de proteção aos administradores, que incorrem em gestão faltosa a mando do acionista controlador.” 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*. 2011. 173f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. p. 64-65. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%c3%87%c3%83O_FINAL_28_11_20111.pdf. Acesso em 9 dez 2022.

¹⁰¹ “à aprovação das contas e das demonstrações financeiras, dependente da votação da maioria simples dos presentes ao conclave e sem qualquer direito de oposição por parte da minoria, importa, por si só, na exoneração dos administradores e, com isso, impede (eficácia preclusiva) que contra eles sejam exercidas as pretensões indenizatórias da companhia”. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p.255.

Oportuno destacar que a quitação opera efeitos perante todos os acionistas, independentemente da posição adotada durante a deliberação. Assim, a quitação se opera inclusive perante aqueles acionistas que deliberaram contra a provação das contas dos administradores.

Marcelo Vieira Von Adamek ressalta que a legislação brasileira está em descompasso com o avanço observado em outras legislações, visto que apenas o Brasil permanece concedendo benefício tão amplo aos administradores:

[...] a atual Lei das S/A [...] singulariza-se nos quadros das leis modernas: não por requerer [...] a prévia deliberação assemblear (LEI 6.404/76, art. 159, caput), mas por contemplar, simultaneamente, que a aprovação, sem reservas, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores (LEI 6.404/76, art. 134, § 3º).¹⁰²

No mesmo sentido também é o posicionamento defendido por Ana Frazão ao afirmar que, em alinhamento com a legislação de outros países, há que se concluir que a mera ratificação dos atos dos administradores não deveria ser suficiente para afastar integralmente sua responsabilidade¹⁰³.

O grupo de trabalho criado para analisar os meios de reparação aos acionistas no mercado brasileiro também ressaltou a barreira criada pela possibilidade de exoneração da responsabilidade do administrador mediante deliberação em assembleia. Nesse sentido, propõe que a previsão do *quitus* seja revogada ou repensada para incluir a possibilidade de uma minoria qualificada vetar a exoneração da responsabilidade do administrador e de uma eventual aprovação das contas pelos controladores não afetar o direito de os acionistas que votaram contra a aprovação ajuizarem a ação de responsabilidade civil¹⁰⁴.

¹⁰² ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 311-312.

¹⁰³ FRAZÃO, Ana. Repercussões da autorização e da ratificação de atos da administração pela assembleia geral. p. 991. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021; FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 412.

¹⁰⁴ “Com base nas restrições acima mencionadas e nos exemplos de outras jurisdições de Civil Law³³, parece que a regra do artigo 134, § 3º da Lei das Sociedades por Ações deve ser revogada ou seriamente repensada (como, por exemplo, outorgar um poder de veto a uma minoria qualificada, restringindo a isenção de responsabilidade somente para fatos conhecidos dos acionistas no momento da votação, ou permitindo que os acionistas que votaram contra a aprovação das contas da administração possam ajuizar ações cíveis contra os administradores), a fim de reduzir as dificuldades de se obter indenização por danos ao acionista ou reduzir a impunidade dos ilícitos de administradores e a ineficiência da tutela dos direitos do acionista.” (BRASIL, Ministério Da Economia.. Secretaria Especial de Fazenda. Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro. Relatório Preliminar. Out. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/fortalecimento-dos-meios-de-tutela-reparatoria-dos-direitos-dos-acionistas-no-mercado-de-capitais-brasileiro-relatorio-preliminar-cvm-ocde-spe-me-outubro-2019>. Acesso em 9 dez. 2022.)

Portanto, a abrangência da aplicação do *quitus* prevista na legislação brasileira vem sendo alvo de críticas por permitir que a maioria simples, muitas vezes alinhada com os interesses dos administradores, utilizem o instrumento como forma de driblar uma eventual responsabilização.

Uma das únicas ressalvas quanto à aplicação do *quitus* reside no fato de que a exoneração de responsabilidade é afastada nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação. Contudo, caso identificada uma das hipóteses acima descritas será necessário promover a anulação judicial da deliberação que aprovou as contas sem ressalvas.

Assim, a ação social de responsabilidade civil somente será cabível após o julgamento procedente da ação de anulação da deliberação assemblear que concedeu o *quitus*.

A exigência de previa anulação judicial não é pacífica na doutrina. Nesse sentido, Sergio Campinho entende que à referência ao art. 286 da Lei 6.404/76 constante no §3º do art. 134 da referida Lei não representa uma condição de procedibilidade para a ação de responsabilidade. Logo, a própria assembleia, diante da identificação de vício em deliberação previamente realizada, poderia rever seu posicionamento, afastando a exoneração de responsabilidade previamente concedida:

No meu ponto de vista, a referência que o § 3º do art. 134 da LSA faz ao art. 286 tem o único objetivo de indicar qual seria o prazo prescricional para a pretensão anulatória que pode ser exercitada. Não mais do que isso. Na fonte legal não consta que a ação de anulação constitui condição de procedibilidade para a ação de responsabilidade civil do administrador. A alusão ao art. 286 da LSA apenas, como se disse, reporta ao prazo prescricional para a pretensão anulatória de deliberações assembleares. Entendo ser possível à própria assembleia, diante da aferição de que a sua manifestação anterior foi viciada, tomada mediante erro ou fruto de uma manobra dolosa, fraudulenta ou simulada, rever, dentro do prazo prescricional para a propositura da ação de responsabilidade, a decisão anterior e, assim, autorizar o seu ajuizamento, sem necessidade de anulação judicial prévia.¹⁰⁵

O posicionamento do autor é reconhecido por outros doutrinadores¹⁰⁶, incluindo José Eldecy Lucena que defende que a assembleia sequer precisaria deliberar expressamente sobre a anulação do *quitus*, visto que a simples deliberação pelo ajuizamento da ação já seria suficiente para, indiretamente, afastar o a aprovação das contas realizada pela mesma assembleia¹⁰⁷

¹⁰⁵ CAMPINHO, Sérgio. Aprovação das contas e exoneração dos administradores. p. 987. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

¹⁰⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, vol. 3, 2014. p. 575; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, vol. 3, 1953. p. 111-112.

¹⁰⁷ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, vol. 2, 2009, P. 625.

A necessidade do ajuizamento de uma ação para anular o *quitus* evidencia um novo entrave para que a companhia alcance o ressarcimento dos danos sofridos, qual seja, os prazos prescricionais para (i) ajuizar a ação anulatória; e (ii) para ingressar com a ação social de responsabilidade civil.

O art. 286 da Lei 6.404/76 prevê que a “*ação para anular as deliberações tomadas em assembleia geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação*”. Ou seja, a ação para anular a deliberação que aprovou as contas dos administradores deverá ser ajuizada em até dois anos contados da deliberação.

Por outro lado, conforme disposto no inciso II, do art. 287 da Lei 6.404/76, a ação social de responsabilidade civil dos administradores prescreve em 3 (três) anos contados da data da publicação da ata que aprovou o balanço do exercício em que a ilegalidade foi cometida.

Ocorre que o ajuizamento da ação de anulação não interrompe ou suspende o prazo de 3 (três) anos para o ajuizamento da ação de responsabilidade civil. Portanto, na prática, o acionista minoritário deverá ajuizar a ação anulatória no prazo de até 2 (dois) anos contados da deliberação e, diante de decisão que julgar procedente o pedido, ingressar com a ação de responsabilidade civil no prazo de até 3 (três) anos contados da aprovação do balanço do exercício em que ocorreu a conduta ilícita por parte do administrador.

Nesse sentido, se considerarmos a média de tempo de duração de um processo judicial chegamos à conclusão de que é provável que a ação de responsabilidade civil prescreva antes do trânsito em julgado da ação de anulação da deliberação. O relatório elaborado pelo Conselho Nacional de Justiça¹⁰⁸ apurou que o tempo médio de duração do acervo do Poder Judiciário é de 3 (três) anos e 6 (seis) meses, na mesma linha, o prazo médio para o proferimento de sentença pelas varas estaduais é de 2 (dois) anos e 5 (cinco) meses.

Portanto, o prazo médio de duração das ações judiciais no Brasil é superior ao prazo de prescrição da ação de reparação de danos. De forma que, ainda que o acionista ingresse com a ação anulatória no dia imediatamente seguinte ao da deliberação, é pouco provável que a ação seja encerrada antes do lapso temporal de 3 (três) anos.

Sob outra perspectiva, o relatório preliminar elaborado pelo grupo de trabalho destaca que a necessidade de prévia decisão judicial anulando a deliberação que concedeu o *quitus* acaba por reduzir o prazo prescricional para o ajuizamento da ação social de responsabilidade

¹⁰⁸ BRASIL, Conselho Nacional De Justiça. Justiça em números. Brasília: CNJ. 2021. Disponível em: <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2021/09/relatorio-justica-em-numeros2021-12.pdf>. Acesso em 9 dez. 2022.

civil, posto que, caso a ação de anulação não seja proposta no prazo de 2 (dois) anos, a ação de responsabilidade civil será conseqüentemente inviabilizada¹⁰⁹, posto que depende da previa anulação.

A análise dos prazos acima descritos, evidencia a dificuldade enfrentada pelo acionista minoritário para conseguir anular uma deliberação assemblear e ajuizar a ação de responsabilização antes do término do prazo de 3 (três) anos. De modo que, ainda que eivada de erro, dolo, fraude ou simulação, a concessão do *quitus* pode ser capaz de frustrar a pretensão de ressarcimento da companhia.

2.1.1.1.4.4. *Desafios enfrentados pelos acionistas em razão do reduzido benefício econômico*

Um dos principais entraves enfrentados pelos acionistas minoritários para o ajuizamento das ações sociais *ut singuli* reside no alto custo do ajuizamento de ação de responsabilidade civil, seja em face do administrador ou do controlador, em especial pelo fato de que o resultado econômico financeiro não será revertido diretamente para o acionista.

Não obstante a ação social tenha como objetivo pleitear a defesa do patrimônio da companhia esta é ajuizada em nome próprio pelo acionista. Logo, o acionista será responsável por realizar o pagamento de todos os gastos necessários para viabilizar o ajuizamento da ação, incluindo a sucumbência caso a ação seja julgada improcedente¹¹⁰.

A problemática relacionada aos custos assumidos para o ajuizamento da ação se torna ainda mais evidente no caso da ação social *ut singuli* ajuizada em face do administrador, posto que, ao contrário da ação de responsabilidade civil do controlador, não há na legislação brasileira a previsão de qualquer subsídio ou prêmio para o acionista que ajuíza a ação de

¹⁰⁹ Relatório preliminar “há uma diferença no prazo prescricional para ajuizar a ação anulatória da deliberação assemblear que aprovou as contas e demonstrações financeiras dos administradores – a Lei de Sociedade por Ações prevê um prazo de 2 (dois) anos contados da data da deliberação –, e o para ajuizar ação de responsabilidade civil contra os administradores da companhia –a lei prevê um prazo de 3 (três) anos, contados da data de publicação da ata da assembleia que aprovou o balanço referente ao exercício em que tenha sido praticado o ato ilícito –, o que pode, ao fim e ao cabo, representar na prática uma diminuição no prazo de prescrição aplicável a esta última” (BRASIL, Ministério Da Economia.. Secretaria Especial de Fazenda. Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro. Relatório Preliminar. Out. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/fortalecimento-dos-meios-de-tutela-reparatoria-dos-direitos-dos-acionistas-no-mercado-de-capitais-brasileiro-relatorio-preliminar-cvm-ocde-spe-me-outubro-2019>. Acesso em 9 dez. 2022.)

¹¹⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 255.

reparação civil da companhia por danos causados pelo administrador. Inclusive, o próprio reembolso das custas é limitado, conforme passaremos a analisar.

No que tange a ação social *ut singuli*, seja substitutiva ou derivada, o §5º do art. 159 da Lei 6.404/76 se limita a prevê que a companhia ficará responsável por ressarcir as despesas incorridas desde que a ação tenha alcançado um resultado positivo. Ou seja, no cenário em que a ação social *ut singuli* resultar em uma decisão favorável, o acionista que ingressou com a demanda será apenas reembolsado pelos custos incorridos e, de forma indireta, será beneficiado pela indenização paga à companhia.

A doutrina explica a impossibilidade de um benefício direto para o acionista, como, por exemplo, o pagamento de um prêmio, sob a alegação de que a transferência da indenização devida à companhia para o responsável pelo ajuizamento da ação configuraria um benefício indevido em detrimento dos demais acionistas, visto que este receberia valores que pertencem exclusivamente à companhia¹¹¹.

Contudo, tal argumento é invalidado pela própria Lei 6.404/76.

Como previamente analisado, o art. 246 da Lei 6.404/76 dispõe sobre a ação de responsabilidade civil em face da sociedade controladora. Nesse sentido, chama atenção o fato de que o §2º do referido artigo prevê o pagamento de prêmio de 5% (cinco por cento) sobre o valor da indenização para o autor da ação. Ou seja, para a hipótese de responsabilização do acionista controlador, o próprio legislador trouxe a previsão de pagamento de prêmio como forma de incentivar o ajuizamento da ação de reparação de dano.

Destaca-se que, para afastar eventuais questionamentos quanto à transferência de patrimônio da sociedade em benefício de um acionista, o legislador cuidou de prever que o prêmio será pago pelo agente causador do dano, ou seja, pela sociedade controladora, de forma que o pagamento não representará qualquer impacto sobre o patrimônio da companhia.

Nota-se, portanto, que o entrave relacionado à ausência de incentivos financeiros para o ajuizamento da ação foi substancialmente mitigado quando estamos diante da hipótese de ajuizamento de ação de responsabilização do acionista controlador. Contudo, em relação a ação de responsabilidade civil do administrador o legislador não aplicou tratamento semelhante, inexistindo qualquer bônus ou prêmio adicional a ser pago para o acionista que ajuizou a ação.

¹¹¹ VENTURA, Raul; CORREIA, Luís Brito. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anônimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas: Estudo Comparativo dos Direitos Alemão, francês, Italiano e Português*; nota explicativa do capítulo II do Decreto-lei n 4.938 de 15 de novembro de 1969. Lisboa, Separata do Boletim do Ministério da Justiça, n. 192, 193, 194 e 195.

2.1.1.1.4.5. *Desafios enfrentados pelos acionistas em razão dos custos para o ajuizamento da ação*

Analizamos no tópico acima (tópico 2.1.1.1.4.4.) o desafio decorrente do reduzido benefício econômico alcançado pelo acionista em decorrência da ação social, verificado quando o resultado da ação social é positivo. Contudo, novo desafio surge quando analisamos a hipótese em que, ao final, a ação social tem um resultado negativo. Isto pois, ocorrendo um desfecho desfavorável, o acionista não terá direito sequer ao reembolso pelas despesas incorridas, portanto assumirá integralmente os custos judiciais do ingresso da ação e permanecerá com o prejuízo indiretamente sofrido em razão do dano causado à companhia.

Ao ajuizar a ação social, seja em face do administrador ou do controlador, o impetrante assume o risco de incorrer em custos substanciais com a propositura da ação para pleitear a indenização devida à companhia, e que somente serão ressarcidos se a ação for julgada procedente¹¹².

Assim, o legislador transferiu integralmente para o acionista que ajuíza a ação social o risco e os custos de um processo que sequer lhe trará proveitos diretos, visto que o benefício, caso ocorra, será integralmente direcionado à companhia.

Dessa forma, a distribuição dos custos atualmente prevista na legislação brasileira constitui ônus expressivo para o acionista e verdadeiro desincentivo para a interposição da ação¹¹³, visto que impõe ao impetrante o ônus de arcar com os custos da ação sem sequer saber se ao final será ressarcido pelos valores despendidos em proveito da companhia.

O cenário se torna ainda mais grave quando analisamos a referida regra sob a ótica da ação social *ut singuli* substitutiva. Como visto, trata-se da hipótese em que a assembleia geral previamente autorizou o ajuizamento da ação, contudo, caso a companhia permaneça inerte por mais de três meses o acionista fica autorizado a ajuizar a ação.

Portanto, no caso da ação *ut singuli* substitutiva, a maioria dos acionistas deliberou de forma positiva pelo ajuizamento da ação e estavam cientes e de acordo com os custos envolvidos na autorização concedida, consentindo com a utilização do patrimônio social para

¹¹² 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*. 2011. 173f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. p. 58. Disponível em: [https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%
11_20111.pdf](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%c3%87%c3%83O_FINAL_28_11_20111.pdf). Acesso em 9 dez 2022.

¹¹³ VIO, Daniel de Avila. *Grupos Societários: Ensaio sobre os Grupos de Subordinação, de Direito e de Fato, no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 204.

o custeio do procedimento. Contudo, em razão de uma inercia da companhia, coube ao acionista ajuizar a ação de forma substitutiva, realizando, inclusive a vontade social.

Logo, tendo em vista que o ajuizamento da ação decorre da própria manifestação de interesse externalizada pela assembleia geral, é razoável pressupor que aquele que atuou em prol da vontade da sociedade deve ter os custos integralmente ressarcidos, independente do resultado da ação, visto que tal despesa foi aprovada pela assembleia e os acionistas estavam de acordo com os riscos e os custos inerentes a demanda.

O posicionamento defendido por Corrêa-Lima:

seria de todo justo que a companhia devesse indenizar o acionista nessas circunstâncias (Lei das S/A, art. 159, § 3o), uma vez que ele procurou suprir, com sua diligência, a negligência da sociedade, e agiu com base numa deliberação positiva da assembleia geral, no sentido de propor a ação de responsabilidade civil contra o administrador destituído.¹¹⁴

Ao se debruçar sobre a discussão, em especial sobre a ausência de diferenciação do tratamento conferido ao acionista para o ajuizamento da ação substitutiva e derivada, o Grupo de Trabalho reforça o desequilíbrio gerado e propõe a modificação da legislação¹¹⁵:

Além disso, os reclamantes só serão reembolsados pelas despesas (incluindo honorários advocatícios e custas processuais) incorridas em relação ao processo em caso de decisão favorável e até o limite da indenização concedida. Em outras palavras, os acionistas que propuserem uma ação derivada devem assumir integralmente o risco de uma decisão adversa à companhia. Nesse caso, os reclamantes não apenas não farão jus ao reembolso das despesas incorridas para ajuizar e levar adiante o processo judicial, mas também terão que pagar ônus sucumbenciais. É surpreendente que a lei não diferencie os casos de ação derivada em que a propositura da ação é aprovada pela assembleia geral, mas os administradores deixam de ajuizá-la em tempo hábil (ou seja, em até três meses após a aprovação pela assembleia geral) daqueles em que a propositura não é aprovada no conclave, mas os acionistas detentores de participação acionária equivalente a, no mínimo, 5% do capital social decidem propô-la.

Do ponto de vista dos reclamantes em potencial, há um desequilíbrio claro entre os custos e benefícios da propositura de uma ação derivada. O resultado disso é um claro desestímulo para que os acionistas ajuízem ações de responsabilidade civil. A Lei das Sociedades por Ações deve, portanto, ser alterada para oferecer incentivos apropriados e/ou reduzir os custos de uma ação derivada.

Diante do exposto, o GT considera que a Lei das Sociedades por Ações deve sofrer algumas alterações, de modo a:

criar um prêmio para os acionistas que ajuizarem a ação derivada, em caso de decisão favorável;

prever que os autores terão direito ao reembolso de todas as despesas incorridas, quando a ação tiver sido aprovada pela assembleia geral e os administradores deixaram de tomar as medidas cabíveis.

¹¹⁴ CORREA-LIMA, Ormar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro, Aide, 1989, p. 115.

¹¹⁵ BRASIL, Ministério Da Economia.. Secretaria Especial de Fazenda. Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro. Relatório Preliminar. Out. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/fortalecimento-dos-meios-de-tutela-reparatoria-dos-direitos-dos-acionistas-no-mercado-de-capitais-brasileiro-relatorio-preliminar-cvm-ocde-spe-me-outubro-2019>. Acesso em 9 dez. 2022.

Nesse sentido, a estrutura de incentivos financeiros prevista na legislação acaba por desincentivar o ajuizamento da ação social *ut singuli*, visto que, para pleitear uma indenização para a companhia, os acionistas deverão assumir ônus expressivos e sem qualquer garantia de que ao menos os custos incorridos serão ressarcidos.

Indo além, é possível observar que o cenário atualmente previsto na legislação cria um tratamento desigual entre os acionistas, visto que o acionista que ajuíza a ação social *ut singuli* assume todos os riscos e os custos da ação. Por outro lado, caso a ação alcance o êxito almejado, o benefício indiretamente auferido será repartido entre todos os acionistas, inclusive entre aqueles que votaram contra o ajuizamento da ação durante a assembleia geral.¹¹⁶ Por outro lado, se o resultado for negativo o impetrante assumirá sozinho todos os custos.

2.1.1.1.4.6. *Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à exigência de quórum mínimo*

Como visto, a ação social *ut singuli* derivada é aquela em que, diante da manifestação negativa da assembleia geral pelo ajuizamento da ação de reparação de danos à companhia, surge a possibilidade de os acionistas representantes de, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social promoverem a ação em nome da companhia.

Ocorre que, a exigência de um quórum mínimo para o ajuizamento da ação pode acabar cerceando a atuação dos acionistas minoritários, em especial nas sociedades em que o capital é pulverizado ou quando o capital está concentrado em poucos acionistas.

O quórum mínimo de 5% (cinco por cento) do capital social foi inicialmente pensado como um mecanismo para evitar que acionistas com participações residuais promovessem ações que não estivessem alinhadas com o interesse da companhia e dos demais acionistas. Assim, o percentual surgiu como uma forma de proteção da sociedade em face de demandas frívolas ajuizadas por acionistas com participações inexpressivas¹¹⁷.

Em que pese seja pertinente a proteção almejada pelo legislador, a imposição de um percentual mínimo não é, por si só, capaz de coibir condutas contrárias ao interesse social, e

¹¹⁶ 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*. 2011. 173f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. p. 58. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%c3%87%c3%83O_FINAL_28_11_20111.pdf. Acesso em 9 dez 2022.

¹¹⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 408.

acaba, na prática, cerceando a possibilidade de acionistas minoritários atuarem em defesa da companhia.

Ocorre que, o tamanho da participação societária não está diretamente relacionado com a defesa dos interesses sociais. Logo, não é possível presumir que uma participação acionária expressiva assegurará um maior alinhamento com o interesse social, visto que são comuns os casos em que os próprios acionistas controladores atuam em descompasso com o interesse da sociedade¹¹⁸.

Ademais, em que pese o mercado brasileiro ainda seja um mercado acionário com a estrutura de capital concentrada, quando analisamos as companhias negociadas na bolsa de valores é possível observar que a participação minoritária é majoritariamente pulverizada. Nesse sentido, um acionista minoritário detentor de 5% do capital de companhias negociadas na bolsa de valores pode se tornar, na realidade, um acionista estratégico e com participação acionária expressiva.

Vale lembrar que a própria BM&FBovespa vem criando incentivos e exigências para possibilitar a diversificação do capital e a redução da concentração do controle acionário¹¹⁹. Como, por exemplo, a exigência de que alguns segmentos garantam um percentual de ações em circulação (“free float”) de no mínimo 25% (vinte e cinco por cento) do capital social.

Assim, a exigência de um percentual mínimo de 5% acaba por inviabilizar a atuação dos acionistas minoritários que veem seu direito de ação cerceados por uma exigência formal de concentração de capital, que vai na contramão da própria evolução do mercado de capitais brasileiro.

Destaca-se que o art. 291 da Lei 6.404/76 incluiu a possibilidade de a CVM, por meio de regulação própria, reduzir o percentual de 5% necessário para o ajuizamento da ação social *ut singuli* derivada. Nesse sentido a CVM publicou a Instrução CVM 627, por meio da qual fixou escala reduzindo o percentual mínimo de participação de acordo com o capital social da companhia.

¹¹⁸ 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*. 2011. 173f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. p. 61. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%c3%87%c3%83O_FINAL_28_11_2011.pdf. Acesso em 9 dez 2022.

¹¹⁹ BM&F BOVESPA. Bovespa mais nível 2. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/05/52/5D/7C/EEF606107D0F9606790D8AA8/Regulamento-de-Listagem-aplicacao-Sencoes-Pecuniarias-Bovespa-Mais-Nivel-2.pdf>. Acesso em 9 dez. 2022.

A redução dos percentuais realizada pela CVM tem o condão de reduzir a dificuldade dos acionistas minoritários em se alinhar para o ajuizamento da ação derivada, mas, na prática, os resultados na redução do percentual ainda não foram identificados pelo mercado.

Como solução alternativa para o quórum exigido, Marcelo Vieira Von Adamek¹²⁰ propõe que, caso os acionistas minoritários não alcancem o percentual de 5% (cinco por cento), estes possam prestar caução das custas e honorários para ingressar com a ação.

Contudo a solução deve ser analisada com cuidado, visto que a ação social *ut singuli* transfere, por si só, um custo substancial para o acionista, imputar a ele o ônus de também apresentar uma caução equivalente as custas e os honorários pode criar um novo obstáculo capaz de tornar a ação ainda mais onerosa para o acionista.

2.1.1.1.4.7. *Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à produção probatória*

A legislação brasileira, por meio dos art. 381 e ss. do Código de Processo Civil, imputa ao autor da ação o ônus probatório daquilo alegado, contudo, quando estamos diante de demanda ajuizada para questionar falha ocorrida no âmbito da sociedade surge relevante questionamento quanto à possibilidade de os acionistas, em especial minoritários, conseguirem levantar os documentos necessários para provar os fatos alegados.

Isto pois, parte substancial das informações e documentos necessários estão sob o controle dos administradores e controladores da companhia e não necessariamente serão disponibilizados para os demais acionistas, em especial diante da possibilidade de constituírem prova de prática ilícita¹²¹..

Nesse sentido, caso os administradores ou controladores optem por cercear a disponibilização de documentos e informações para o acionista minoritário, uma das alternativas cabíveis é buscar, antes da propositura da ação, o ajuizamento de um pedido de exibição judicial dos livros sociais, nos termos do art. 105 da LSA. Ocorre que a ação e exibição de livros encontra alguns entraves.

O primeiro entrave está relacionado ao quórum, posto que somente pode ser ajuizada por acionistas titulares de, pelo menos, 5% do capital social. Logo, para os acionistas que não alcançam o referido percentual, a exibição de livros não será uma hipótese viável.

¹²⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 509.

¹²¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: Por um Critério Unitário do "Conflito de Grupo"*. Almedina, 1ª ed., 2021, p. 570.

Somado à necessidade de comprovar o percentual mínimo, o ajuizamento da ação depende da efetiva demonstração da fundada suspeita de atos violadores da lei ou do estatuto, de modo que, sem o prévio acesso aos documentos o acionista pode não conseguir comprovar sequer a existência de indícios de irregularidade.

Ademais, ainda que a ação seja julgada procedente, o acionista terá acesso apenas aos livros contábeis da companhia e não a todos os documentos, logo, caso a irregularidade não esteja evidenciada nos documentos contábeis, o acionista permanecerá sem alcançar os elementos necessários para a produção probatória.¹²²

Uma alternativa para que os acionistas consigam produzir as provas necessárias reside na possibilidade de requerer a exibição judicial dos documentos, conforme previsto no art. 396 e seguintes do CPC. A peculiaridade da medida reside no fato de que a parte interessada deve indicar de forma pormenorizada os documentos que se busca acessar e a finalidade de sua obtenção. Todavia, considerando que o acionista não tem acesso aos documentos administrativos da sociedade, é possível que ele sequer consiga delimitar quais documentos deverão ser apresentados¹²³

Dessa forma, ainda que o acionista busque as medidas judiciais cabíveis para obter os documentos e comprovar os fatos alegados, estes poderão enfrentar desafios para o ajuizamento da ação e para a delimitação das informações que pretendem produzir para comprovar os fatos alegados.

2.1.1.1.4.8. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à possibilidade de transação pela companhia

As ações sociais são aquelas ajuizadas com o objetivo de alcançar a reparação dos danos causados à sociedade. Dessa forma, a parte lesada e legitimamente interessada é a própria companhia, ainda que os acionistas promovam o ajuizamento da ação em nome próprio.

Frente a este cenário, o ajuizamento de ação pelo acionista não afasta ou exclui a legitimidade da companhia, razão pela qual esta poderá intervir a qualquer momento no processo.

¹²² BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 256.

¹²³ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 257.

Quando estamos diante das ações ajuizadas pelos acionistas em nome da companhia, um dos entraves enfrentados é decorrente dos custos que serão assumidos pelo acionista para viabilizar o ajuizamento da ação, sem que para eles sequer se vislumbre um benefício direto do resultado da ação.

Diante deste cenário, outros elementos acabam ampliando os riscos aos quais o acionista está exposto quando ajuíza a ação social, dentre eles a possibilidade de a companhia celebrar um acordo com o administrador ou controlador e, mesmo contra a vontade do acionista, extinguir ação.¹²⁴

Logo, ainda que tenha permanecido inerte, a companhia poderá a qualquer momento ingressar na ação e, inclusive, celebrar acordo nos autos da ação de responsabilidade civil, cenário que poderá frustrar a expectativa de êxito inicial do demandante, bem como a alocação dos custos já incorridos.

2.1.1.1.4.9. Desafios enfrentados pelos acionistas para a distribuição do prêmio na ação em face do controlador

No que concerne a legitimidade ativa para o ajuizamento da ação social em face do controlador, preenchidos os requisitos, todos os acionistas são legitimados para propor a ação reparatória. De modo que a ação poderá contar com a existência de um litisconsórcio caso mais de um acionista opte por ingressar com a ação em defesa dos interesses da companhia. (CPC 113, I)

A peculiaridade ora analisada surge em decorrência do §2º do art. 246 da LSA que prevê o pagamento de prêmio caso a ação ajuizada pelos acionistas minoritários sejam procedentes. Diante deste cenário, surgem questionamentos sobre a forma de divisão do prêmio na hipótese de existência de litisconsorte.

A primeira hipótese é a do litisconsorte originário, ou seja, quando diversos acionistas ajuízam ações buscando a mesma pretensão¹²⁵. Neste cenário, todos os litisconsortes arcaram com os custos de ajuizamento, inclusive com a caução. Ocorre que, o art. 87 do CPC define

¹²⁴ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 258.

¹²⁵ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 267.

apenas a forma de distribuição das verbas sucumbenciais entre os litisconsortes e nada dispõe sobre a existência de eventual êxito.

Assim, não há na legislação disposição sobre a forma de rateio do prêmio caso exista litisconsórcio. Sobre essa matéria, a doutrina não é pacífica, de modo que Lima¹²⁶ defende que os litisconsortes deveriam dividir o prêmio de acordo com a sua participação no capital social, enquanto Dinamarco¹²⁷ afirma que o êxito deve ser dividido de forma igualitária entre os autores das ações.

Não obstante a matéria não tenha sido pacificada, entendo que o posicionamento encampado por Dinamarco é acertado, posto que, independentemente de sua participação do capital social, os acionistas assumiram riscos que não foram mitigados de forma proporcional a sua participação no capital. Logo, não seria razoável admitir que, apenas para fins de rateio do prêmio, o acionista ficaria adstrito a uma divisão proporcional ao capital.

A segunda hipótese refere-se ao litisconsorte posterior ao início do processo, ou seja, após o ajuizamento da ação por determinado acionista, incluindo, o levantamento de documento, o pagamento da caução, das custas e todos os outros custos incorridos, outros acionistas poderiam buscar o ingresso na ação com o objetivo de se beneficiar com o pagamento de eventual prêmio¹²⁸.

Logo, neste cenário, propor a divisão igualitária dos prêmios entre aqueles que arcaram com os custos do ajuizamento da ação e aqueles que apenas aderiram ao pleito poderia, inclusive, incentivar que mais acionistas passassem a agir de forma oportunista para se beneficiar do bônus sem que tivessem efetivamente contribuído para a demanda.

Nesse sentido, Dinamarco defende que, a princípio, quando estivermos diante do litisconsorte ulterior, aqueles que ingressaram após o ajuizamento da ação não fazem jus ao pagamento do prêmio, contudo, entende que o juiz poderia analisar o caso concreto, em especial a contribuição do acionista que ingressou na demanda, para propor uma distribuição do prêmio entre os litisconsortes¹²⁹.

¹²⁶LIMA, Tiago Asfor Rocha. "A Legitimidade Ativa e Passiva nas Ações de Responsabilidade Civil contra o Administrador e o Controlador na Lei das S/A", p. 719. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (orgs.). Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹²⁷DINAMARCO, Cândido Rangel. "Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários-questões processuais", In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 644.

¹²⁸BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 268.

¹²⁹DINAMARCO, Cândido Rangel. "Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários-questões processuais", In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 644

2.1.1.1.4.10. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à realização do depósito caução na ação em face do controlador

A alínea “b” do §1º, do art. 246 da LSA prevê que quaisquer acionistas, independentemente da sua participação no capital social, poderão ajuizar a ação de ressarcimento, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de a ação ser julgada improcedente.

Alega-se que a necessidade de um depósito caução surge com o objetivo de evitar que acionistas aventureiros e sem respaldo de seus pares passassem a ajuizar ações infundadas em face dos controladores ou cujo objetivo fosse meramente uma vantagem pessoal indevida, causando severo abalo para a imagem da companhia e de seus controladores¹³⁰. Assim, o legislador buscou afastar ações temerárias e irresponsáveis ajuizadas por acionistas com participação ínfima no capital social¹³¹¹³².

Quanto à possibilidade de apresentação de caução pelos acionistas com menos de 5% de participação no capital social, entende-se que a medida é de extrema valia, visto que afasta o entrave enfrentado nas ações sociais ut singuli que, ainda que legitimamente irrisignados com os prejuízos causados à companhia, os acionistas com menos de 5% de participação no capital social não podem adotar as medidas cabíveis por não alcançarem uma participação social mínima.

Assim, ao contrário da ação sociais ut singuli, no que tange à responsabilização do controlador, todos os acionistas estão legitimados para ajuizar a ação, desde que estejam dispostos a apresentar a caução necessária para o ingresso da demanda.

¹³⁰ Cf. por exemplo, na doutrina: EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 370; CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 465-467; 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". p. 723 In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (orgs.). Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Abuso de Minoria em Direito Societário. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 243- 244.

¹³¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. 14ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 505.

¹³² Conforme dispõe Lemon, é preciso considerar que, em que pese a doutrina aponte a exigência da caução com o mecanismo adequado para mitigar ações aventureiras, sempre a decisão de litigar é racional e pautada por uma análise econômica. De forma que o ajuizamento da ação pelo acionista pode ser determinado por critérios emocionais que se afastam da racionalidade econômica. LEMON, Margaret. "Special Incentives to Sue". In: Minnesota Law Review, v. 95, 2011, p. 782-845, p. 798.

Oportuno destacar que, apesar de não existir questionamento perante o STF, há na ¹³³ quem defenda a inconstitucionalidade da caução prevista no art. 246 da LSA, sob a alegação de que a necessidade e de um depósito obrigatório como condição de acesso ao poder judiciário não foi recepcionado pela Constituição Federal, pois poderia caracterizar um óbice ao exercício do direito de ação. Nesse sentido, afirma que outras normas com previsões semelhantes foram declaradas inconstitucionais¹³⁴ (e.g. art. 38 da Lei de Execução Fiscal¹³⁵ e o art. 19, caput, da Lei nº 8.870/94¹³⁶)

A caução prevista no art. 246 é compreendida como uma caução não-cautelar, visto que não decorre da determinação judicial decorrente da existência de *fumus boni iuris* e *periculum in mora*, mas sim de condição da ação prevista na legislação.¹³⁷

Nesse sentido, o que se questiona é se a exigência de uma caução prévia para a discussão judicial, em especial na situação em que você não tem qualquer indício de má-fé por parte do autor, poderia limitar ao cesso a justiça e o direito de ação.

Ademais, necessário reforçar que o CPC, em seu art. 80, III, prevê o pagamento de verbas sucumbenciais e até a condenação por litigância de má-fé em caso de improcedência da ação, inexistindo respaldo no nosso judiciário par a cobrança de caução sob a suposição de que a parte não teria condições de arcar com os custos em uma eventual improcedência, ou ainda mais grave, para servir como desincentivo para o acesso ao poder judiciário¹³⁸.

2.1.1.2. Ação individual de responsabilidade civil como mecanismo de reparação de danos causados aos acionistas

¹³³ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 277.

¹³⁴ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 277.

¹³⁵ O dispositivo tratava sobre a exigibilidade do depósito do valor d dívida para o ajuizamento de ação anulatória do ato declaratório de dívida. O STF, no RE nº 103.400-9-SP, 1ª T, rel. Min, Rafael Mayer, l. 10.12.1984, entendeu pela inconstitucionalidade da normal por violar o disposto no art. 153, §4º da CF, tornando facultativa a realização do depósito.

¹³⁶ A norma determinava que as ações que buscavam discutir débitos com o INSS deveriam ser precedidas pela realização de um depósito preparatório. O STF analisou a matéria por meio da ADI nº 1.074-3, e entendeu que a exigência do depósito poderia caracterizar o cerceamento de acesso ao judiciário.

¹³⁷ OLIVEIRA, Carlos Alberto Alvaro de; LACERDA, Galeno. Comentários ao Código de Processo Civil, v. 8, t. 2: arts. 813 a 889. Rio de Janeiro: Forense, 1991, p. 103-116.

¹³⁸ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo societário. São Paulo: Quartier Latin, primavera de 2015. v. 2. p. 284.

O presente trabalho tem como objetivo analisar em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

Nesse sentido, o tópico 2.1.1. analisou as ações judiciais cabíveis para buscar o ressarcimento de danos causados ao patrimônio da companhia, de forma que o benefício para os acionistas seria apenas indireto.

O presente tópico tem como objetivo analisar a ação de ressarcimento dos danos causados diretamente ao patrimônio do acionista e os entraves enfrentados para que a ação alcance a reparação almejada e, conseqüentemente, seja reestabelecido o *status quo* econômico.

A ação individual de responsabilidade civil, prevista no §7º do art. 159 da Lei 6.404/76, tem como objetivo reparar a violação direta ao patrimônio de acionista ou de terceiros causada pelos administradores da companhia, pelo controlador, terceiro ou até a própria companhia.

Oportuno observar que o art. 246 da LSA não trouxe expressamente a autorização para que o acionista pleiteie os danos que lhe foram causados diretamente pelo controlador, posto que o artigo prevê apenas a possibilidade de reparação aos danos causados à companhia.

Todavia, a jurisprudência chancela a possibilidade de questionamento pelo acionista por meio da aplicação analógica das disposições previstas no art. 159 da Lei 6.404/76 à ação prevista no art. 246 da mesma lei¹³⁹, incluindo, assim, o §7º do referido artigo.

Assim, uma vez caracterizado o dano direto ao patrimônio do acionista, este poderá ingressar com a ação individual de responsabilização em face do controlador.

Conforme define Carvalhosa, a ação individual busca reparar a violação ao direito próprio do acionista, não tendo como objetivo restabelecer o patrimônio da companhia. Logo, os “interesses em questão são estranhos aos da coletividade de acionistas”¹⁴⁰

Adamek apresenta síntese esclarecedora sobre a distinção da ação social e individual

Com efeito, se a ação tiver por fundamento dano experimentado pela sociedade, ela se qualifica como ação social: a sua titularidade compete à companhia (embora em juízo possa ser exercitada pelos acionistas, no interesse daquela), e o seu objeto será sempre a recomposição do patrimônio social. Por outro lado, se ela tiver por fundamento danos diretamente experimentados no patrimônio do acionista, ou de

¹³⁹ “Aplica-se, por analogia, a norma do art. 159 da Lei n. 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) à ação de responsabilidade civil contra os acionistas controladores da companhia por danos decorrentes de abuso de poder” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial. *REsp nº 1.214.497/RJ*. Quarta Turma. Relator: Min. João de Otávio de Noronha. Relator para Acórdão: Min. Raul Araújo. Brasília, 23 de setembro de 2014. Disponível em:

https://processo.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=201001717553&dt_publicacao=06/11/2014. Acesso em 9 dez. 2022.

¹⁴⁰ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v.3. 5. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p.472.

um terceiro qualquer, em razão da atuação dos administradores e, portanto, se o seu objeto for a reparação desses danos, a ação qualifica-se como individual.¹⁴¹

A Lei das Sociedades Anônimas não trouxe uma delimitação ou conceituação específica para a ação ajuizada pelo acionista em nome próprio, se limitando a informar que as disposições relativas à ação social não excluem o ajuizamento da ação individual: “§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.”

Dessa forma, em relação à ação individual não há um pressuposto específico ou requisitos a serem preenchidos (e.g. deliberação assemblear, representação mínima), basta ser caracterizada a ocorrência de um dano direto ao acionista, ou seja, que o patrimônio do acionista foi diretamente atingido¹⁴², e este deverá ser indenizado por meio dos mecanismos ordinários de reparação civil previstos no art. 927 Código Civil, uma vez que não há previsão específica na legislação.

Assim, a ação individual não possui entraves substanciais ao seu ajuizamento, visto que não depende de deliberação assemblear, dispensada, portanto, a prévia aprovação da demanda, bem como qualquer quórum mínimo¹⁴³¹⁴⁴. Na mesma linha, por tratar de direito próprio, no qual os resultados da ação serão revertidos exclusivamente para o patrimônio do acionista, o ônus financeiro previamente mencionado também não subsiste.

Vale destacar que inclusive as problemáticas inerentes ao *quitus* não se estende à ação individual, posto que, a exoneração da responsabilidade do administrador operada pela aprovação das contas sem ressalvas se aplica apenas perante a companhia. Logo, não representa limitação à responsabilidade dos atos praticados pelo administrador que tenham gerado danos individuais ao acionista.

Não obstante a reparação do dano diretamente causado ao acionista deve ser realizada por meio dos mecanismos processuais previstos na legislação civil, o contexto fático que justifica sua reparação resulta na existência de desafios para que o acionista alcance o efetivo ressarcimento.

¹⁴¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009, p.306-307.

¹⁴² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A., v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 599; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Impedimento de administrador em ação social. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 1, p. 23-28, 1982.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Comentários a Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 1980, v. 2, n. 232, p. 227

¹⁴³ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 308.

¹⁴⁴ MARTINS, Fran. A ação individual de responsabilidade civil. In: *Novos estudos de direito societário (sociedades anônimas e sociedade por quotas)*. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 145.

Assim, os próximos tópicos serão dedicados para a análise dos principais obstáculos enfrentados para o ajuizamento da ação individual e, conseqüentemente, para a efetivação dos direitos do acionista, sendo os principais desafios a delimitação do dano direto sofrido pelo acionista; e a produção probatória.

2.1.1.2.1. *Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à delimitação do dano direto ao patrimônio do acionista nas ações individuais*

A ação individual somente será ajuizada na hipótese em que for caracterizada a existência de dano direto ao acionista, sendo vedada a reparação de dano que lhe for causado de forma indireta por meio da ação individual. Assim, o legislador optou por estruturar o cabimento das ações de ressarcimento em face dos administradores de acordo com a vítima da conduta ilegal perpetrada, logo, o elemento central para distinguir o cabimento da ação social e da ação individual é a titularidade do patrimônio atingido¹⁴⁵.

Assim, o que se vislumbra na legislação brasileira é a impossibilidade de o acionista buscar a reparação de dano sofrido indiretamente, compreendendo-se que, assim como a lesão sofrida não foi direta, sua reparação também deverá ser realizada de forma indireta, por meio da ação social¹⁴⁶; cabendo a ação individual apenas nas hipóteses de uma lesão direta ao patrimônio do acionista.

Oportuno ressaltar que não há uma limitação para que, em decorrência do mesmo fato, seja ajuizada a ação social e a ação individual, desde que na hipótese seja caracterizado o dano direto ao patrimônio da companhia e ao patrimônio do acionista; o que é vedado é o ajuizamento da ação social para pleitear dano direito ao acionista ou a ação individual para buscar a indenização de dano sofrido pelo patrimônio da companhia.

Frente a este cenário, para traçar qual das duas ações será cabível é necessário analisar qual patrimônio foi diretamente atingido, se for o patrimônio da companhia estaremos diante

¹⁴⁵ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 305-306; LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 599; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Impedimento de administrador em ação social. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 1, p. 23-28, 1982.; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Comentários a Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 1980, v. 2, n. 232, p. 227

¹⁴⁶ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p.408-409.

da hipótese da ação social. Por outro lado, se o patrimônio diretamente violado for do acionista caberá a ação individual¹⁴⁷¹⁴⁸.

A delimitação da natureza do dano sofrido torna-se elemento diferenciador e definidor da ação a ser proposta; ou seja, a natureza jurídica do dano, se direto ou indireto, será responsável por definir se estaremos diante de uma ação social ou individual.

A distinção entre os elementos caracterizadores das duas ações é relevante pois não se admite o uso da ação social para pleitear direito individual, bem como da ação individual para pleitear direito da companhia¹⁴⁹ Posicionamento também defendido por Bulhões Pedreira¹⁵⁰:

5. O ACIONISTA NÃO TEM AÇÃO PARA HAVER REPARAÇÃO DE PREJUÍZO INDIRETO – A redação do artigo 159 da lei de sociedades por ações deixa evidente que o acionista da companhia não tem ação contra os administradores para obter reparação dos chamados “prejuízos indiretos”.

Se o patrimônio da companhia sofre prejuízo por efeito de ato ilícito de administrador ou de terceiro, a ação para haver indenização compete à companhia, como pessoa jurídica titular do patrimônio que sofreu o dano e deve receber a reparação. Somente *negando a existência da personalidade distinta da companhia* seria possível atribuir a cada acionista ação para haver, do administrador ou de terceiro, a sua quota-parte ideal no prejuízo causado ao patrimônio da companhia; a reparação do patrimônio social seria substituída pela reparação dos patrimônios dos acionistas que promovessem ações de indenização.

[...]

Em caso de prejuízo causado ao patrimônio social por ato de administradores, a lei concede ao acionista legitimação extraordinária para agir, em determinadas condições. O acionista, porém, estará sempre agindo no interesse da sociedade, pelo que não poderá ele próprio auferir qualquer proveito direto da ação. em nenhuma outra hipótese tem legitimidade ativa para ação de responsabilidade civil por ato de administrador fundada em dano ao patrimônio social.

O eventual ajuizamento da ação de reparação por meio do instrumento indevido implicará na improcedência da demanda¹⁵¹. Nesse sentido, é importante analisar o conceito de dano direto ou indireto como hipótese de cabimento da ação social e da ação individual.

¹⁴⁷ Em que pese a doutrina majoritária entenda a titularidade do patrimônio atingido como o elemento diferenciador, Carvalhosa apresenta três critérios que devem ser observados, sendo eles: (i) prejuízo de natureza diversa; (ii) dano personalizado; e (iii) relação contratual direta entre acionista e administrador. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3. p. 562-563.

¹⁴⁸ “Com efeito, se a ação tiver por fundamento dano experimentado pela sociedade, ela se qualifica como ação social: a sua titularidade compete à companhia (embora em juízo possa ser exercitada pelos acionistas, no interesse daquela), e o seu objeto será sempre a recomposição do patrimônio social. Por outro lado, se ela tiver por fundamento danos diretamente experimentados no patrimônio do acionista, ou de um terceiro qualquer, em razão da atuação dos administradores e, portanto, se o seu objeto for a reparação desses danos, a ação qualifica-se como individual.” ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p.306-307.

¹⁴⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 391.

¹⁵⁰ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p.408-410.

¹⁵¹ “CIVIL, PROCESSUAL E SOCIETÁRIO. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO. ACIONISTAS MINORITÁRIOS. ADMINISTRADORES. ALEGAÇÃO DE DANOS CAUSADOS À SOCIEDADE. PREJUÍZO INDIRETO AOS SÓCIOS. PREJUÍZO DIRETO À EMPRESA. AJUIZAMENTO DE AÇÃO INDIVIDUAL. ILEGITIMIDADE

A impossibilidade de o acionista indiretamente prejudicado acionar os administradores e os controladores não vem exclusivamente da lei da sociedade anônimas, mas está alinhado com a regra geral prevista no art. 403 do Código Civil, de modo que, salvo poucas exceções expressamente previstas em lei, o dano indireto não autoriza a reparação de danos.

Ou seja, em que pese o dano indireto seja reconhecido como uma modalidade de dano, visto que também pode implicar em uma redução patrimonial, este não enseja a obrigação de reparar, em razão da ausência do nexo causal.¹⁵²

Não obstante a delimitação de dano direto e indireto possa parecer objetivo, na prática, a diferenciação das duas no âmbito societário acaba se tornando elemento de ampla discussão, nesse sentido, Carvalhosa afirma que “*a linha divisória ou distintiva entre o objeto da ação social e o da individual é extremamente tênue*”¹⁵³

Isto pois, parte dos danos que normalmente são vinculados ao acionista como, por exemplo, a diminuição do valor das ações e a redução dos lucros, são, na realidade, reflexo do dano sofrido pela sociedade que atinge indiretamente o patrimônio do acionista.¹⁵⁴ Logo, o acionista não foi atingido individualmente, mas de forma reflexa por ter ações da companhia prejudicada¹⁵⁵.

O dano direto ao acionista surge nas hipóteses em que a conduta praticada pelo administrador ou controlador fere frontalmente seus direitos pessoais, independentemente de qualquer violação ou prejuízo à sociedade, por exemplo, cerceamento do direito de voto,

ATIVA. RECONHECIMENTO. AÇÃO SOCIAL. LEI DAS SOCIEDADES ANONIMAS, ART. 159, §§ 1º A 7º. EXEGESE. EXTINÇÃO DO PROCESSO SEM JULGAMENTO DO MÉRITO. I. Tratando-se de alegação de dano causado à sociedade, carecem de legitimidade ativa para a causa os acionistas autores, que buscam indevidamente, pela ação social, o ressarcimento por violação, em tese, a direitos individuais. II. Recurso especial não conhecido”; (STJ - REsp: 1002055 SC 2007/0256617-7, Relator: Ministro ALDIR PASSARINHO JUNIOR, Data de Julgamento: 09/12/2008, T4 - QUARTA TURMA, Data de Publicação: DJe 23/03/2009.

¹⁵² MONTENEGRO, Antônio Lindbergh C. Ressarcimento de Danos. 8. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 11.

¹⁵³ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v.3. 5. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p.473.

¹⁵⁴ “Os danos sociais, isto é, aqueles sofridos pela companhia, sempre acabam por se traduzir em dano indireto para os seus acionistas: seja porque as ações são bens de segundo grau (pois, por equivalência patrimonial, refletem no seu valor as oscilações patrimoniais positivas ou negativas, da companhia), de modo que todo prejuízo experimentado pela companhia pode gerar a diminuição do valor das ações; seja, ainda, porque o prejuízo da companhia pode afetar o lucro social e, com isso, diminuir o montante do lucro distribuível aos acionistas sob a forma de dividendos. Todavia, esses são danos diretos experimentados pela sociedade e que, de forma indireta, atingem os acionistas: não individualmente, mas como membros do ente coletivo, na exata proporção de suas participações no capital da sociedade” ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 391-392.

¹⁵⁵ PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por Ações*. São Paulo, Ed. Saraiva, v. 5, 1973, p. 974.

distribuição de lucros indevida, dentre outras condutas que representam um prejuízo direto ao acionista e seu patrimônio¹⁵⁶.

Antes de adentrarmos a discussão sobre a definição de dano, é importante lembrar que a legislação brasileira acolheu como função essencial da responsabilidade civil a função reparatória.¹⁵⁷

Em consequência, depreende-se que a responsabilidade civil no Brasil está calcada essencialmente na existência de um dano a ser reparado, de modo que é imprescindível a caracterização do dano para que se inicie qualquer discussão sobre a possibilidade de responsabilização do agente causador¹⁵⁸. Sob tal perspectiva, o dano constitui pressuposto para a responsabilidade civil, sendo essencial a sua existência para que se possa reparar.

Ao incluir a previsão de que a ação de responsabilidade civil dos administradores tem como objetivo ressarcir os prejuízos causados, o art. 159 da Lei das Sociedades Anônimas chancela o caráter reparatório da responsabilidade civil dos administradores no âmbito societário.

Dessa forma, como exposto no tópico 1, a responsabilidade civil no âmbito das sociedades anônimas está calcada na efetiva demonstração de que o administrador praticou ato doloso ou culposo, em violação à lei ou ao estatuto social, ou que o controlador agiu com abuso de poder que causou um dano ao patrimônio da companhia ou de seus acionistas.

Nesse sentido, a ação de responsabilidade civil é o instrumento legal utilizado para reparar os danos sofridos, não sendo adequado para apurar condutas antijurídicas que não tenham resultado em qualquer dano¹⁵⁹, cenário em que sequer será possível ter conhecimento de quem seria a parte legitimada para o ingresso da ação.

Não obstante a figura do dano seja essencial para fundamentar o próprio cabimento da ação, a lei societária é silente quanto à definição do dano que justifica o ajuizamento da ação da responsabilidade civil, razão pela qual coube a doutrina e a jurisprudência delimitar o que seria o dano direto capaz de gerar a responsabilidade civil no âmbito societário.

A questão central está relacionada à caracterização do que é o dano direito, uma vez que este é o elemento utilizado para definir quando será ajuizada a ação social ou a ação individual.

¹⁵⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 406.

¹⁵⁷ TEPEDINO Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES Gisela Sampaio da Cruz. *Responsabilidade Civil. Fundamentos do Direito Civil*, v.4. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 2.

¹⁵⁸ TEPEDINO Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES Gisela Sampaio da Cruz. *Responsabilidade Civil. Fundamentos do Direito Civil*, v.4. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 2.

¹⁵⁹ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 177.

Como expoente na discussão sobre a definição do dano direto e indireto, ainda na égide do Decreto-Lei nº 2.627/1940, Miranda Valverde definiu o dano direto à companhia como “*dano social*” representado por uma quebra da harmonia dentro da sociedade.¹⁶⁰

Maria Helena Diniz define o dano direto como aquele que causou o prejuízo diretamente à vítima, enquanto o indireto é aquele sofrido por terceiros que tem alguma relação com a parte lesada e conseqüentemente foram afetados pelo dano originalmente sofrido.¹⁶¹

Luiz Gastão Paes de Barros Leães entende o dano à companhia como aquele que afeta o patrimônio social, por outro lado, o dano direto ao acionista seria aquele que aflige diretamente seu patrimônio pessoal¹⁶². O autor não ignora o fato que tanto no dano direto quanto indireto o acionista pode sofrer prejuízo patrimonial, contudo, na segunda hipótese, este seria apenas o reflexo do dano originalmente sofrido pela sociedade.

No mesmo sentido, Fabio Ulhoa Coelho¹⁶³ define o dano indireto ao acionista como aquele que afeta inicialmente o patrimônio da pessoa jurídica, contudo pode gerar impacto no pagamento de dividendos e outras participações no resultado da companhia.

Nelson Eizirik define o dano direito na perspectiva da companhia, tratando-se de danos sociais aqueles sofridos diretamente pela companhia, e indiretos aqueles que atingem, de forma reflexa, os interesses dos acionistas.¹⁶⁴

Ao perpassamos pelas definições acima apresentadas, nota-se que a doutrina não aprofundou na discussão sobre quais seriam os elementos essenciais para caracterizar o dano direto e quando este seria entendido apenas como o reflexo do prejuízo sofrido por um terceiro.

Dessa forma, em que pese a definição seja o pressuposto para o ajuizamento da ação de reparação e o elemento diferenciador entre as ações de responsabilidade civil social e individual, a doutrina brasileira ainda aborda o tema de forma superficial, dedicando maior atenção para as questões procedimentais que afetam a eficiência das ações de reparação.

Portanto, o principal desafio frente a ação individual é identificar um dano que seja caracterizado como dano direito ao acionista e não um reflexo do dano sofrido pela companhia.

¹⁶⁰ VELVERDE, Trajano de Miranda. Sociedade por Ações: Comentários ao Decreto-Lei nº 2.627/1940. V. II. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1942, p. 390.

¹⁶¹ DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro: Responsabilidade Civil. V. 7. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 68 e 69.

¹⁶² 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.

¹⁶³ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 195-196.

¹⁶⁴EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v.2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 188.

2.1.1.2.2. *Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à produção probatória nas ações individuais*

Os desafios enfrentados pelos acionistas em razão da assimetria informacional e da dificuldade de produção probatória não são exclusivos da ação social, de modo que ao buscarem a reparação de dano causado diretamente ao patrimônio estes enfrentarão os mesmos desafios apontados no tópico 2.1.1.1.4.7.

A legislação brasileira, por meio dos art. 381 e ss. do Código de Processo Civil, imputa ao autor da ação o ônus probatório daquilo alegado, contudo, quando estamos diante de demanda ajuizada para questionar falha ocorrida no âmbito da sociedade surge relevante questionamento quanto à possibilidade de os acionistas, em especial minoritários, conseguirem levantar os documentos necessários para provar os fatos alegados.

Isto pois, parte substancial das informações e documentos necessários estão sob o controle dos administradores e controladores da companhia e não necessariamente serão disponibilizados para os demais acionistas, em especial diante da possibilidade de constituírem prova de prática ilícita.

Logo, o sistema de produção probatória previsto do Código de Processo Civil acaba por dificultar eventual pleito do acionista minoritário, pois o autor da ação ficará à mercê das informações que a sociedade, os administradores e os controladores decidirem disponibilizar.¹⁶⁵

Vale reforçar que o acesso ao acervo probatório é elemento central para determinar o sucesso da ação, visto que, por melhor que seja o direito do acionista, sem a apresentação dos elementos probatórios necessários para comprovar o alegado a probabilidade de êxito da ação de responsabilidade civil fica prejudicada.

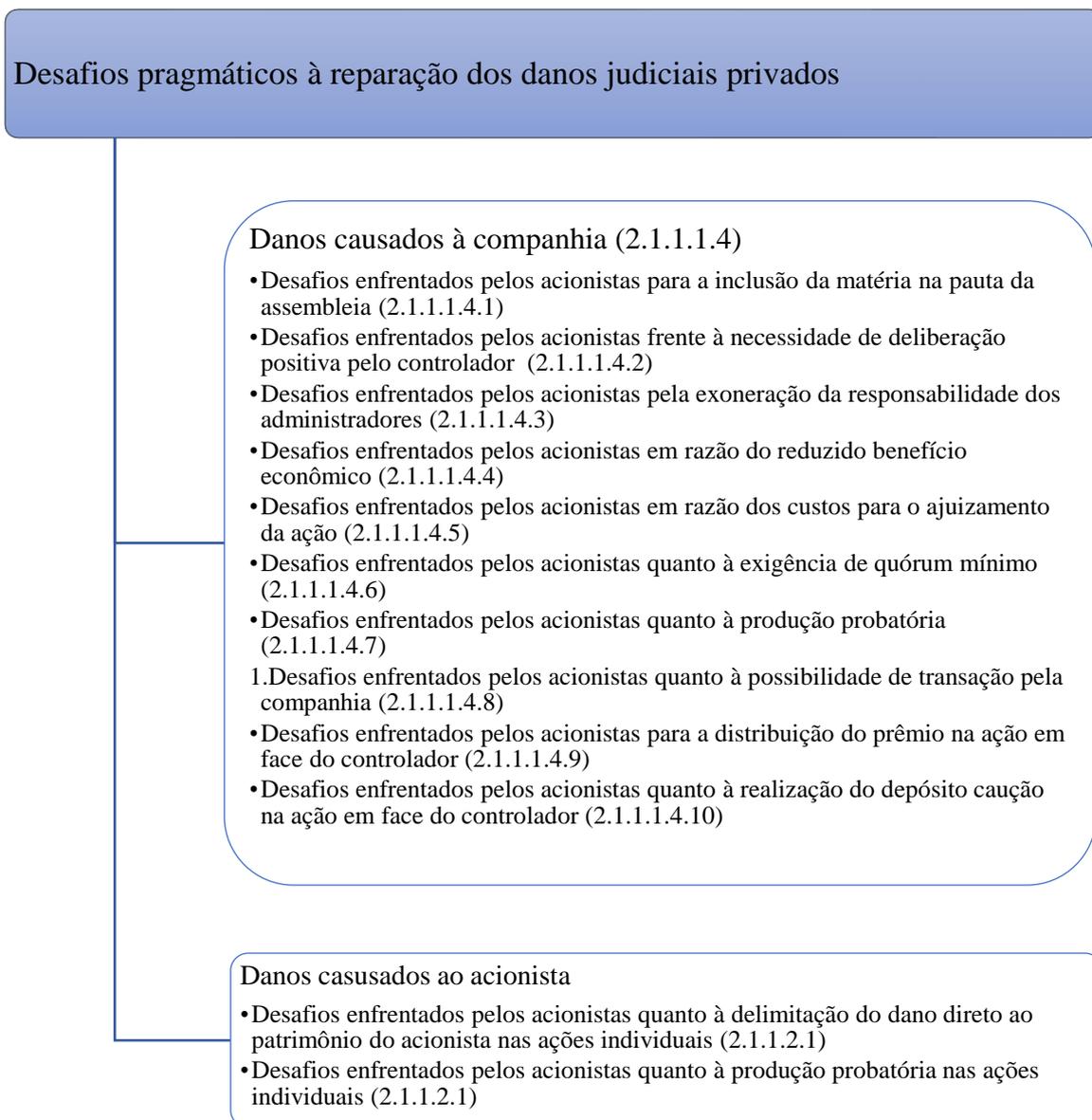
Ao transferir integralmente o ônus probatório para o ofendido, surge o risco de severo comprometimento das regras de responsabilidade civil.¹⁶⁶, uma vez que o acionista minoritário

¹⁶⁵ “É inegável a assimetria de informação entre o acionista, de um lado, e a companhia, os administradores e o controlador, de outro. Assim, impor ao acionista o ônus de identificar e de comprovar os atos abusivos e o dano, a partir das regras gerais do direito civil e do direito processual civil, não parece adequado, sendo imperiosa a definição de regras especiais, adequadas a essa realidade. A Lei das S.A. não previu, porém, mecanismos especiais de identificação dos ilícitos e de produção de prova para as ações derivadas. E o regime geral de instrução probatória no processo civil brasileiro dificulta essa identificação e comprovação. Não por outra razão, aponta-se que a discovery dos processos norte-americanos constitui um dos fatores determinantes da maior efetividade do sistema de enforcement daquele país no mercado de capitais. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (*orgs.*). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

¹⁶⁶ FRAZÃO, Ana. A questão do ônus da prova. p. 995. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

pode não alcançar o êxito na ação reparatória em decorrência do cerceamento do acesso à informação.

Imagem 2 – Organograma dos Desafios pragmáticos à reparação dos danos judiciais privados



Fonte: elaboração própria.

2.1.2. Mecanismos privados extrajudiciais de reparação dos acionistas minoritários na legislação brasileira

No que concerne à reparação de danos, a experiência brasileira atribui grande relevância aos mecanismos judiciais, sendo este, via de regra, o primeiro caminho buscado por aqueles que sofreram algum dano e almejam o ressarcimento que lhes é devido.

Todavia, no âmbito societário, cada vez mais as partes vêm buscando alternativas extrajudiciais para solucionar os conflitos eventualmente existentes, seja pelo tempo dos litígios no judiciário ou pela especificidade da matéria que necessita de um olhar especializado.

Assim, tendo em vista que o objetivo deste trabalho é analisar em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira, permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras, passaremos a analisar os mecanismos extrajudiciais existentes na legislação brasileira e em que medida eles permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação financeira em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

Abordaremos neste capítulo a utilização da arbitragem societária como mecanismo extrajudicial capaz de viabilizar a reparação dos acionistas minoritários (tópico 2.1.2.1)

2.1.2.1. Arbitragem societária como meio de reparação de danos causados aos acionistas minoritários.

A arbitragem está prevista na legislação brasileira desde a Constituição brasileira do Império, mas seu uso difundiu-se com a promulgação da Lei nº 9.307/1996, que dispôs sobre a arbitragem como mecanismo extrajudicial de resolução de conflito e trouxe as regras gerais aplicáveis ao instituto.

No âmbito empresarial, a possibilidade de utilização da arbitragem para dirimir conflitos societários consta dos arts. 109 e 136-A da Lei 6.404/76 e sua utilização passou a ser amplamente incentivada no âmbito das sociedades anônimas.

Com mais ênfase do que na seara cível, a fixação de foro arbitral no contexto empresarial vem ganhando espaço por permitir que disputas comerciais e societárias complexas possam ser analisadas por pessoas especializadas na matéria e em um tempo substancialmente inferior àquele despendido em ações judiciais. Tal medida permite que a companhia e terceiros

interessados alcancem soluções de forma mais célere e com menor impacto para a atividade empresarial¹⁶⁷.

Particularmente quando tratamos de matéria societária, a especificidade das matérias analisadas acaba se distanciando de forma abrupta daquelas corriqueiramente analisadas pelo poder judiciário, razão pela qual a presença de um árbitro especializado no assunto se torna um grande diferencial para que as partes tenham uma decisão precisa sobre a demanda¹⁶⁸.

Nesse sentido, a arbitragem societária vem se difundindo cada vez mais e hoje a fixação da Cláusula Compromissória¹⁶⁹ é, inclusive, um dos requisitos para as companhias que desejam negociar suas ações da Bolsa de Valores de São Paulo no segmento do Novo Mercado, conforme disposto no inciso iv, da cláusula 3.1 do Regulamento do Novo Mercado.

No mesmo sentido, a Cartilha de Governança Corporativa editada pela CVM¹⁷⁰ e o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”)¹⁷¹ também recomendam a utilização de cláusula arbitral nos estatutos sociais.

¹⁶⁷ Com efeito, se comparada à prestação jurisdicional estatal, a arbitragem pode reduzir os custos de transação da prestação jurisdicional. Em primeiro lugar, em razão da agilidade com que é concluída. O procedimento arbitral não está sujeito à rigidez dos processos judiciais, não se submete ao regime dos infundáveis recursos a instâncias superiores, e os árbitros, não raro, contam com a infraestrutura necessária para que suas decisões sejam tomadas com grande rapidez” PUGLIESE, Antônio Celso Fonseca; SALAMA, Bruno Meyerhof. A economia na arbitragem: escolha racional e geração de valor. In: Revista Direito GV. São Paulo 4(1). 2008, p. 19.

¹⁶⁸ (...) a solução dos conflitos, além de mais rápidos, sigilosos e especializados, atenção para este último, pois, para o caso específico deste trabalho, mercado de capitais – Novo Mercado, terreno árido para muitos juízes, que ao mesmo tempo em que decidem sobre investigação de paternidade, clonagem de animais, muitas vezes são obrigados a julgar, validade ou não do tag along ou a respeito do valor econômico das ações, matéria esta muito mais especializada para os árbitros, com notório saber jurídico e técnico, a respeito do assunto em debate” FREITAS, Paulo Henrique de Souza. Arbitragem e Segurança Jurídica no Novo Mercado Brasileiro. In: RIPE – Revista do Instituto de Pesquisas e Estudos, v. 1, n. 46. Bauru, 2006, p. 236.

¹⁶⁹ Regulamento Novo Mercado. “Cláusula Compromissória” consiste na cláusula de arbitragem, mediante a qual a Companhia, seus Acionistas, Administradores, membros do conselho fiscal e a BOVESPA obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, toda e qualquer disputa ou controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada ou oriunda, em especial, da aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, das disposições contidas na Lei das S.A., no Estatuto Social da Companhia, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de 3 capitais em geral, além daquelas constantes deste Regulamento de Listagem, do Regulamento de Arbitragem e do Contrato de Participação no Novo Mercado”. BM&F BOVESPA. Regulamento Novo Mercado. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/81/15/35/22/3762F510ACF0E0F5790D8AA8/regulamento-do-novo-mercado-vigente-apos-06022006.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2022.

¹⁷⁰ BRASIL, Comissão De Valores Mobiliários. Recomendação da CVM sobre governança corporativa. Jun. 2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2022.

¹⁷¹ BRASIL, Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod_resource/content/1/Livro_Codigo_Melhores_Praticas_G_C.pdf. Acesso em 9 dez. 2022.

Em que pese a fixação de foro arbitral seja amplamente recomendada e vantajosa para disputas societárias, é importante ressaltar que, conforme previsto no art. 1º da Lei 9.307/1996, somente podem ser levadas para a arbitragem as matérias que preenchem os requisitos de arbitralidade. Assim, passaremos a analisar se as demandas relacionadas à responsabilização dos administradores e controladores por danos causados aos acionistas minoritários podem ser levadas para o foro arbitral.

Antes de adentrar a análise dos requisitos é importante reforçar que a Lei nº 13.129/2015 pacificou a discussão relacionadas à vinculação dos acionistas à cláusula compromissória estatutária por meio da inclusão do art. 136-A na Lei das S.A.

Segundo o referido dispositivo, uma vez aprovada, pela maioria do capital social, a inclusão da cláusula compromissória no estatuto social, esta se torna obrigatória para todos os acionistas, inclusive para aqueles que votaram de forma contrária. Sendo assegurado aos acionistas dissidentes o direito de retirada da companhia mediante o reembolso do valor das suas ações, ressalvado o disposto no §2º, do art. 136-A, da Lei das S.A. Dessa forma, não subsistem mais questionamentos quanto à vinculação dos acionistas à cláusula arbitral fixada por meio do estatuto social.

Por outro lado, quanto aos administradores o legislador não trouxe uma solução expressa.

O §3º do art. 109 da Lei das S.A. prevê que “§ 3º *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.*” Ou seja, a literalidade do artigo não prevê a possibilidade de divergências relacionadas aos administradores serem resolvidas em arbitragem.

Dessa forma, diante da literalidade do artigo 109 da Lei das S.A., alguns autores entendem que a cláusula compromissória constante do estatuto social não abrange as demandas relacionadas aos administradores. Ademais, tendo em vista que os administradores não participam da assembleia e não deliberam sobre a inclusão da cláusula compromissória, não estaria presente um dos requisitos essenciais para a cláusula arbitral, qual seja, a manifestação de vontade necessária para submeter as discussões ao foro arbitral.¹⁷²

A ausência de adesão pelos administradores estaria consubstanciada no disposto no §1º do art. 4 da Lei 9.307/1996 que prevê a necessidade de estipulação por escrito da cláusula

¹⁷² ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos administradores de S/A. São Paulo: Saraiva. 2009, p. 428-429; CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v. 2. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 367;

compromissória: “§ 1º A cláusula compromissória deve ser estipulada por escrito, podendo estar inserta no próprio contrato ou em documento apartado que a ele se refira.” Portanto, tendo em vista que os administradores não são signatários dos instrumentos que aprovam o estatuto social, estes não estariam vinculados a cláusula compromissória.

Por outro lado, a corrente contrária assume uma interpretação mais flexível tanto quanto ao disposto no art. 109 da Lei das S.A. quanto à necessidade de uma manifestação expressa sobre a adesão à cláusula compromissória. Segundo tal corrente, os efeitos da cláusula compromissória devem ser aplicados aqueles que, ainda que tacitamente, tenham externalizado o interesse em se sujeitar à arbitragem¹⁷³, cenário que afasta a necessidade de adesão expressa e por escrito.

A título de exemplo, a hipótese é vislumbrada nos casos em que ocorre a vinculação das sociedades integrantes de joint venture, que se obrigam a respeitar a cláusula arbitral prevista nos instrumentos contratuais assinados pela joint venture¹⁷⁴. Ou seja, as sociedades integrantes da joint venture não são signatárias dos contratos, não anuíram expressamente com a cláusula arbitral, mas tacitamente manifestaram seu interesse nas obrigações ali assumidas.

Assim, sob tal perspectiva, em razão da natureza do cargo exercido pelos administradores e a necessidade de presar pelos termos do estatuto social, ao assinar o termo de posse o administrador anuí tacitamente com o conteúdo do estatuto social, incluindo, por óbvio, a previsão da cláusula compromissória.

Uma corrente intermediária defende que os administradores somente estão vinculados à cláusula compromissória se forem acionistas, logo, enquanto acionista ele aderiu expressamente ao estatuto social e consentiu com a cláusula arbitral, de forma que as regras ali previstas devem ser aplicadas a ele tanto na figura de acionista quanto de administrador¹⁷⁵.

Diante da ausência de um consenso doutrinário sobre a matéria, o Regulamento do Novo Mercado adotou uma posição conservadora e que fortalece a necessidade de adesão expressa e por escrito à cláusula arbitral. O Regulamento passou a prever que a cláusula compromissória deve conter expressamente a menção ao administrador e a sua adesão deve constar no termo de

¹⁷³ KULESZA, Gustavo Santos e PEREIRA, Thais Vieira de Souza. Ação Anulatória de Sentença Arbitral. Extensão da Cláusula Compromissória a Contrato Coligado com Cláusula de Eleição de Foro. Coligação Como Requisito Autônomo Insuficiente para a Extensão da Cláusula Compromissória. Elementos Determinantes para a Extens. Revista Brasileira de Arbitragem, v. 61, n. 16, 2019, pp. 137-158.

¹⁷⁴ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 374;

¹⁷⁵ MEYER, Antônio Correa; CARVALHO, Eliane Cristina. Cláusula Compromissória e o administrador das sociedades anônimas. Revista do Advogado, São Paulo, n. 119, ano 32, p. 28; FURLAN FILHO, Antônio Moacir. A extensão da cláusula arbitral estatutária aos administradores e conselheiros não acionistas. Revista de Arbitragem e Mediação, v. 49, abril - junho, 2016.

posse do administrador. Caso não preencha os referidos requisitos os administradores não estariam vinculados.

Ante ao exposto verifica-se que, quanto aos acionistas controladores que causam danos aos acionistas minoritários é pacífica a aplicação do foro arbitral, desde que previsto no Estatuto Social. Em relação aos administradores, a doutrina não é uníssona, razão pela qual, para evitar questionamentos é recomendado que a cláusula compromissória indique a vinculação do administrador e que a adesão conste no termo de posse.

Vale dizer que, em nosso entendimento, deve ser reconhecida a possibilidade de vinculação tácita dos administradores ao conteúdo do Estatuto Social. A partir do momento em que se obriga a gerir a sociedade e a cumprir os objetivos descritos no Estatuto Social, os administradores estariam cientes e de acordo com o foro de discussão sobre as matérias relacionadas àquela companhia, incluindo, por óbvio, as discussões relativas a sua atuação enquanto administrador.

Superada a submissão do administrador e dos acionistas à cláusula arbitral, passaremos agora à análise da matéria, ou seja, é possível submeter a ação de responsabilidade civil a arbitragem?

O art. 1º da Lei 9.307/1996 prevê que litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis podem ser dirimidos por meio de arbitragem.

Quanto tratamos sobre direitos de natureza societária estes são, geralmente, direitos patrimoniais, ou seja, podem ser auferíveis pecuniariamente, e disponíveis, visto que as partes podem dispor livremente, independentemente de autorização judicial¹⁷⁶177.

Nesse sentido, são passíveis solução por via arbitral todas as matérias que poderiam ser decididas no âmbito interno da companhia pela sua administração ou órgãos deliberativos, desde que não afetem direitos de terceiros que não estão submetidos à cláusula arbitral¹⁷⁸.

Especificamente quanto à indenização de acionistas minoritários, como analisado previamente, a reparação de danos está diretamente associada à recomposição patrimonial, logo, é auferível economicamente e trata-se de direito disponível, de modo que o acionista tem ampla liberdade para dispor sobre a matéria, podendo, inclusive, renunciar ao direito.

¹⁷⁶ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 379

¹⁷⁷ BEVILAQUA, Clovis, Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Rio de Janeiro: Ed. Rio, 1980. p.171

¹⁷⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem*. Company liability concerning disinformation and arbitration. RARB, Vol. 50, jul/set, 2016. p. 8. Disponível em: http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RArbMed_n.50.19.PDF. Acesso em 9 dez. 2022.

Dessa forma, não há discussão sobre a possibilidade de a ação de responsabilidade do administrador de companhia aberta, prevista no art. 159 da Lei S.A., ser proposta por meio da via arbitral.

Superados os questionamentos sobre a possibilidade de os acionistas minoritários utilizarem a via arbitral para pleitear a reparação de danos causados pelos administradores e controladores, passaremos a analisar alguns entraves existentes em relação ao referido mecanismo.

De início é importante ressaltar que os desafios previamente discutidos quanto aos tipos de ações reparatórias existentes na legislação e seus requisitos permanecem no âmbito arbitral, visto que os instrumentos legais e a legislação aplicável não são alterados, mas apenas o foro de discussão, saindo do poder judiciário e passando para uma câmara arbitral.

Dessa forma, os desafios que passaremos a analisar não estão relacionados à matéria a ser deliberada em si, mas à própria arbitragem. Isto pois, o fato de estarmos discutindo a reparação de danos causados aos acionistas minoritários pela via arbitral não traz um novo entrave, além daqueles vislumbrados em qualquer outra arbitragem.

Como visto previamente, o custo de iniciar uma disputa pode ser um empecilho para os acionistas minoritários, os quais, não necessariamente possuem recursos suficientes para arcar com o ônus de uma discussão judicial em face dos administradores e controladores.

Na arbitragem o impacto dos custos tende a se potencializar, posto que os custos e despesas incorridos em uma discussão arbitral são substancialmente superiores aqueles do judiciário. Via de regra, uma arbitragem institucional requer o pagamento de taxas iniciais de registro e administração, bem como uma parcela da remuneração dos honorários dos árbitros¹⁷⁹.

Dessa forma, os custos decorrentes da arbitragem podem ser um impeditivo para os pequenos investidores que não tem recursos para arcar com as despesas iniciais e com a contratação de defesa técnica, com experiência e expertise em litígios arbitrais, capaz de colocar o investidor em condições de paridade com seu adversário.

Por outro lado, em que pese os custos de uma arbitragem possam ser substanciais, a celeridade da via arbitral e a especialidade dos árbitros podem ser mais vantajosas, pois permite que as partes alcancem uma decisão precisa de forma mais rápida. Ou seja, o alto custo inicial

¹⁷⁹ DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Conflitos Societários e arbitragem: considerações sobre a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro: doutrina, cases e materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 195-223.

pode ser mitigado quando as partes alcançam um resultado em um lapso temporal substancialmente inferior ao despendido pelo poder judiciário.

Outro desafio inerente a arbitragem é a impossibilidade de recurso. Nos termos do art. 29 e seguintes da Lei de Arbitragem, a arbitragem é encerrada com a sentença arbitral, não sendo cabível a interposição de recurso para a câmara arbitral ou o judiciário. A sentença arbitral somente pode ser questionada perante o poder judiciário por meio de ação rescisória ou nas hipóteses previstas no art. 32 da Lei de Arbitragem.

Por um lado, a ausência de recurso é uma das principais vantagens da arbitragem, pois permite que as partes alcancem uma decisão definitiva de forma célere, evitando que a discussão de mérito se estenda ao longo do tempo. Por outro, impõe a necessidade de as partes se conformarem com a decisão proferida, inclusive decisões interlocutórias exaradas ao longo do processo.

Nesse sentido, caso os árbitros deneguem ou defiram uma tutela de urgência, a parte que se sentir lesada deverá aguardar até a decisão final do processo, inexistindo mecanismos que permitam a solicitação de revisão da decisão proferida.

No contexto de uma arbitragem societária, como, por exemplo, de ressarcimento de acionistas minoritários, a ausência de recurso acaba trazendo uma desvantagem maior para o pequeno investidor que não tem condições de contratar uma defesa especializada em litígios arbitrais.

O último entrave que vamos explorar está relacionado a uma questão política que deve ser observada e afastada pelos próprios árbitros. Assim como no poder judiciário, os árbitros devem julgar a demanda de forma imparcial e independente, sem deixar que suas convicções pessoais ou políticas afetem o resultado do litígio.

Todavia, ao contrário dos juízes togados, que são representante do estado e por ele são remunerados, na arbitragem os árbitros são agentes do mercado, de modo que o resultado da arbitragem pode impactar na sua reputação.

Assim, diante de litígios com grandes empresas ou agentes relevantes do mercado, é possível que os árbitros possam proferir decisões que favoreçam a parte com maior poder econômico ou que não sejam tão severos quanto poderiam ser.

Nesse sentido os árbitros e as câmaras arbitrais devem se policiar para assegurar que as decisões sejam proferidas de forma imparcial e independente, visando exclusivamente o melhor resultado técnico e jurídico para a demanda.

2.2. MECANISMOS PÚBLICOS DE REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Superada a análise dos mecanismos privados, passaremos a analisar os mecanismos públicos disponíveis para alcançar a reparação civil dos danos causados pelos controladores e administradores (2.2).

Dentro dos mecanismos públicos de reparação civil, perpassaremos pela análise dos mecanismos públicos judiciais de reparação civil dos danos causados aos acionistas, em especial a ação civil pública (2.2.1). Em seguida passaremos para a análise dos mecanismos públicos extrajudiciais de reparação civil dos danos causados aos acionistas, representado pelo Termo de Compromisso celebrado no âmbito da CVM (2.2.2).

2.2.1. Ação civil pública como mecanismo de reparação civil de danos causados aos acionistas minoritários

Nos tópicos acima foram analisados os procedimentos privados existentes para viabilizar a reparação de danos aos acionistas e à companhia. Não obstante, o ordenamento jurídico brasileiro comporta outros instrumentos processuais que podem ser utilizados como meio para buscar a reparação dos danos sofridos no âmbito do mercado de capitais.

No âmbito judicial, um desses instrumento é a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores, instituída diante de uma preocupação do legislador com a crescente pulverização das participações acionárias no Brasil. A ação surge diante da necessidade de criar um mecanismo capaz de alcançar a indenização dos danos coletivos sofridos pelos investidores do mercado mobiliário.

Nesse sentido é a exposição de motivos da Lei nº 7.913/1989:

1. A crescente pulverização das participações acionárias no mercado de valores mobiliários possibilitou a criação de um tipo especial de consumidor 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 nexos causal a própria ação ou

omissão e não a relação jurídica contratual resultante de pacto firmado entre compradores e vendedores.¹⁸⁰

Depreende-se da exposição de motivos que o legislador tinha à época a visão do acionista minoritário como uma parte despreparada e vulnerável, de forma que competia ao estado adotar medidas para reduzir a disparidade entre os controladores e seus acionistas minoritários.

Não obstante a exposição de motivos tenha apresentado uma visão equivocada dos investidores e há muito superada, a criação da ação civil pública parece uma medida acertada.

A ação civil pública está prevista na Lei 7.913/89¹⁸¹ e dispõe que, sem prejuízo do ajuizamento de ação indenizatória diretamente pelo acionista ou pela companhia, o Ministério Público poderá adotar as medidas necessárias para assegurar a indenização dos danos causados aos investidores do mercado de valores mobiliários¹⁸².

Assim, a ação civil pública surge com o objetivo de viabilizar a reparação dos danos sofridos pelos agentes, ao afastar alguns obstáculos encontrados individualmente pela companhia e seus acionistas para alcançar a indenização devida.¹⁸³

Segundo Hely Lopes, a referida modalidade de ação civil pública corrobora com a defesa do interesse público no desenvolvimento de um mercado de capitais seguro e auxilia na obtenção do ressarcimento, em especial em operações complexas e de difícil produção probatória¹⁸⁴.

¹⁸⁰ BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 351, de 31 de outubro de 1988.

¹⁸¹ “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, especialmente quando decorrerem de:

I - operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;

II - compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III - omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.” BRASIL. *Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989*. Disponível em: [L7913 \(planalto.gov.br\)](http://planalto.gov.br). Acesso em 9 dez. 2022.

¹⁸² “Art. 2º As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo.” BRASIL. *Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989*. Disponível em: [L7913 \(planalto.gov.br\)](http://planalto.gov.br). Acesso em 9 dez. 2022.

¹⁸³ Segundo Antônio Gidi, as ações civis públicas também têm como escopo promover economia processual, acesso à justiça e efetivação do direito material. GIDI, Antônio. *A class action como instrumento de tutela coletiva dos direitos: as ações coletivas em uma perspectiva comparada*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.

¹⁸⁴ “Trata-se de nova forma de ação civil pública, que se explica tanto pelo interesse público que existe no desenvolvimento de um mercado de capitais sadio como pela impossibilidade prática de ser obtido, de outra forma, o ressarcimento dos danos muitas vezes sofridos por pequenos investidores. Estes, em geral, não tem as condições

Para Ada Pellegrini, a ação civil pública tem como objetivo a tutela coletiva dos direitos individuais dos investidores quando os danos forem originários de uma mesma situação fática¹⁸⁵.

Nota-se que, assim como na lei das sociedades anônimas, ao dispor sobre a ação civil pública, o legislador coloca o dano como o elemento essencial para o ajuizamento da ação, visto que, sem a ocorrência do prejuízo, não é possível falar em reparação.

Todavia, em que pese o dano seja elemento essencial, a ação civil pública pode ser impetrada de forma preventiva, não sendo necessário que o prejuízo já tenha sido materializado.

Nesse sentido, o art. 1º da Lei 7.913/89 prevê que a ação civil pública poderá ser utilizada não apenas para reparar os danos já sofridos, mas para prevenir potenciais danos. Assim, a ação não comporta apenas a função reparatória, mas também a função dissuasória da reparação civil, podendo ser ajuizada quando o dano já foi materializado ou antes de sua concretização.

Segundo Vigliar, a possibilidade reforça que a ação não tem como objetivo apenas proteger os investidores que já foram lesados, mas salvaguardar todo o ambiente negocial do mercado de capitais por meio de mecanismos capazes de evitar que eventuais danos possam ocorrer aos investidores.

"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".
¹⁸⁶

Uma das ponderações feitas quanto à ação civil pública residia no rol de legitimados para ingressar com a ação. A redação original do art. 1º da Lei 7.913/89 previa apenas a legitimação do Ministério Público, de ofício ou mediante provocação da CVM, para a propositura da ação.

Chamava atenção o fato de que, apesar de a CVM ser o ente regulador do mercado de capitais, o legislador não a incluiu no rol de legitimados, de modo que, pela leitura da Lei

econômicas para intentar uma ação judicial, que pode exigir a prova de operações complexas e sofisticadas." MEIRELLES, Hely Lopes. *Mandado de Segurança*. 30. ed. atualizada por Arnaldo Wald e Gilmar Ferreira Mendes. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 185, 186.

¹⁸⁵ 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.

¹⁸⁶ VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Tutela Jurisdicional Coletiva*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 110.

7.913/89, competia à CVM apenas provocar o MP, e não efetivamente adotar as medidas judiciais cabíveis.

Nesse sentido, parte da doutrina defendia que o rol de legitimados previsto na Lei 7.913/89 era mais restrito do que o previsto na lei 7.347/1985, e deveria ser interpretado de forma taxativa. Isto pois, a lei 7.913/89 é posterior à lei 7.347/1985 e é específica, logo a restrição teria sido uma opção do legislador.¹⁸⁷

Em que pese o posicionamento acima exarado, parte da doutrina defende que, por meio da aplicação subsidiárias das disposições da lei 7.347/1985, também seria possível a legitimação concorrente dos legitimados ali previstos.¹⁸⁸

Ocorre que, em 26 de agosto de 2021 foi publicada a Lei 14.195, que dispõe sobre a facilitação para a abertura de empresas. Dentre as suas disposições, o art. 6º propôs a alteração do art. 1º da Lei 7.913/89, que passou a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público ou a Comissão de Valores Mobiliários, pelo respectivo órgão de representação judicial, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou para obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de”

Dessa forma, em 2021 a redação foi alterada para prever expressamente a legitimação do Ministério Público e da Comissão de Valores Mobiliário para a propositura da ação civil pública.

Por um lado, a alteração chancelou a legitimidade da CVM para o ajuizamento da ação, por outro lado, restringiu novamente o rol de legitimados. Assim, o legislador reforçou o posicionamento, até então minoritário, de que a restrição do rol de legitimados da lei 7.913/89 foi uma opção do legislador e este não poderia ser ampliado.

Assim, não obstante a Lei 14.195/2021 tenha chancelado à participação da CVM, reacendeu a discussão quanto à legitimidade das demais entidades previstas no art. 5º da Lei 7.347/85, e coloca em discussão a possibilidade de a ação civil pública ser proposta pela Defensoria Pública, União, Estados, Distrito Federal, Municípios; autarquia, empresa pública, fundação, sociedade de economia mista e associações.

¹⁸⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v.2. São Paulo: Quartier Latin, 2011. ZACLIS, Lionel. *Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

¹⁸⁸ MEIRELLES, Hely Lopes. *Mandado de Segurança*. 28. ed. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 198.

Em que pese a recente discussão trazida pela Lei 14.195/2021, mesmo com a legitimação ampla existente até a sua publicação, a ação civil pública prevista na Lei 7.913/89 foi e ainda é pouco utilizada.¹⁸⁹¹⁹⁰

Destaca-se que o período em que se defendia a legitimidades de todos aqueles listados na Lei 7.347/85 engloba o ápice da operação lava jato e a intensa atuação do MP para coibir as condutas ali identificadas, contudo, apensar de diversas medidas terem sido adotadas no âmbito penal e administrativo, o MP não voltou sua atenção para o impacto gerado aos investidores e ao mercado de capitais, de modo que não foi identificada o ajuizamento de nenhuma ação civil pública sobre a matéria.

Assim, chama a atenção o fato de que, dentre os números expressivos divulgados pelo Ministério Público Federal no âmbito da Lava Jato no Brasil, não há a indicação de nenhum procedimento relacionado ao ressarcimento dos investidores prejudicados pelos atos ilícitos perpetrados no âmbito das empresas que foram alvos da Operação¹⁹¹.

No mesmo sentido, não obstante a lei de ação civil pública do mercado de capitais tenha se proposto a ser um mecanismo a mais para alcançar a reparação de investidores e terceiros, alguns autores demonstram que, na prática, a ação não alcançou o êxito almejado. Segundo Setoguti e Prado, a ação possui restrito histórico de utilização e, nos casos em que foi ajuizada, não alcançou a reparação almejada pelos investidores¹⁹².

Somado à inercia do Ministério Público, a partir do momento em que diversas entidades passaram a ser legitimadas, incluindo, entre elas a própria CVM¹⁹³, há que se questionar o porquê de não terem sido envidados maiores esforços para proteger o mercado de capitais e indenizar os danos sofridos.

Dessa forma, quanto à legitimidade passiva, o cenário atual mostra que a legislação deu um passo atrás ao restringir novamente o rol de legitimados previsto no art. 1º da Lei 7.913/89, limitando-o ao Ministério Público e a CVM. Todavia, a experiência mostra que o maior

¹⁸⁹ PRADO, Viviane Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. p. 11. Disponível em: <https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em 02 de jun. de 2022.

¹⁹⁰ PRADO, Viviane Muller. Ressarcimento de Acionistas por Informação falsa. In: ROS SETTI, Maristela Alba; PITTA, Andre Grünspan (coord.). Governança Corporativa - Avanços e Retrocessos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 892.

¹⁹¹ Disponível em: <https://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato/resultados>. Acesso em: 9 dez. 2022.

¹⁹² PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 92; e PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. P. 365-427 In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

¹⁹³ 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, pp.40-41.

problema enfrentado não é quanto ao rol de legitimados para o ajuizamento da ação, mas a efetiva ausência de interesse e de iniciativa.

Quanto à legitimação passiva, reside, talvez, a maior divergência em comparação às ações previstas na Lei das SA.

Como visto, a lei das SA somente prevê as ações de responsabilidade civil em face do administrador e do controlador, dessa forma, outros players que eventualmente tenham cometido condutas fraudulentas no âmbito da companhia não seriam alvo das referidas ações.

Por outro lado, a ação civil pública não delimitou quem deve constar no polo passivo, visto que definiu que figurará no polo passivo aquele responsável por causar o dano, independentemente da posição assumida na companhia.

Assim, podem figurar no polo passivo da ação civil pública qualquer agente responsável por causar o dano ao mercado de capitais, incluindo os administradores, os acionistas, as companhias abertas e quaisquer outros agentes que atuem de forma ilegal ao negociarem no mercado de capitais.¹⁹⁴

Assim, o legislador não buscou delimitar contra quem a ação pode ser ajuizada, deixando a composição do polo passivo a cargo da análise denexo de causalidade.

Conforme será visto no tópico 4, tal possibilidade deu espaço para que alguns doutrinadores passassem a defender a possibilidade de responsabilização da própria companhia no âmbito da ação civil pública.

Outro ponto de destaque relacionado à ação civil pública, refere-se ao próprio recebimento da indenização pelos acionistas. Nos termos do art. 2º, uma vez proferida a decisão condenando o responsável, os acionistas serão convocados, por edital, para se habilitarem para o recebimento do crédito.

Contudo, o processo de habilitação não é um procedimento simplificado, mas na verdade trata-se de nova ação de conhecimento por meio da qual o acionista deverá comprovar o dano e o nexo de causalidade para, ao final, ter direito ao recebimento da indenização.

Caso os acionistas não se habilitem, os recursos serão destinados ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos (FDD)¹⁹⁵. Ocorre que o FDD não tem como finalidade alcançar o ressarcimento das partes prejudicadas em um caso específico, mas reparar de forma genérica os “*danos causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico,*

¹⁹⁴ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 345.

¹⁹⁵ O Fundo de Defesa de Direitos Difusos foi instituído pela Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985 (Lei da Ação Civil Pública), sendo regulamentado pelo Decreto nº 1.306, de 09 de novembro de 1994.

estético, histórico, turístico, paisagístico, por infração à ordem econômica e a outros interesses difusos e coletivos.”¹⁹⁶.

Dessa forma, o Fundo de Defesa de Direitos Difusos não possui uma relação direta com o mercado de capitais e, conseqüentemente, a indenização paga e não resgatada pelos prejudicados será destinada para as outras áreas de atuação do fundo, não produzindo efeitos diretos para o mercado de capitais.

Superada a análise dos instrumentos públicos e privados previstos na legislação brasileira, bem como os principais entraves identificados para a sua utilização e êxito, o próximo capítulo passará a analisar os principais mecanismos de reparação por danos causados aos acionistas minoritários previstos na legislação norte americana, possibilitando, no tópico 4, a análise comparada das legislações, bem como a importação da teoria americana, *Fraud on the Market*, para o sistema jurídico brasileiro por meio da ação direta de responsabilização da companhia.

2.2.2. Mecanismos públicos extrajudiciais de reparação dos danos causados aos acionistas minoritários no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários por meio de Termo de compromisso

A Comissão de Valores Mobiliários foi instituída por meio da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e a ela compete, dentre outras funções, fiscalizar as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, às pessoas que dele participam, e aos valores nele negociados.

Na mesma linha, a Portaria nº 327 de 11 de julho de 1977, prevê que compete a CVM proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado de capitais contra atos ilegais cometidos no âmbito das companhias abertas.

Logo, eventuais condutas ilegais praticadas pelas pessoas jurídicas e físicas que atuam no âmbito do mercado de valores mobiliários podem ser alvo de fiscalização perante a CVM no exercício do seu poder sancionador¹⁹⁷.

Em que pese a competência sancionadora da Comissão de Valores Mobiliário, a legislação não lhe conferiu poderes para apurar eventual dano à terceiros, de modo que não tem legitimidade para determinar o ressarcimento de prejuízos causados à companhia ou aos seus

¹⁹⁶ BRASIL. Congresso Nacional. *Decreto nº 1.306, de 09 de novembro de 1994*. Brasília: 09 nov. 1994.

¹⁹⁷ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 350.

acionistas por atos irregulares eventualmente perpetrados. Vale ressaltar que a CVM nem sequer apura o valor ou o montante do dano eventualmente gerado, posto que não se baseia no tamanho do dano para aplicar as sanções cabíveis¹⁹⁸.

Ocorre que, uma vez instaurado o processo sancionador, seja *ex officio* da CVM ou por reclamações ou denúncias dos investidores para a Superintendência de Proteção e Orientação a Investidores, o §5º do art. 11º da Lei 6.385/76¹⁹⁹ prevê a possibilidade de celebração de Termo de Compromisso, por meio do qual, dentre as obrigações assumidas, o compromitente assume a obrigação de “*corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando prejuízos*”.

Em outras palavras, após a instauração do processo sancionador, a CVM e a parte responsável poderão celebrar um termo de compromisso por meio do qual a CVM se compromete a suspender o processo administrativo e, em contrapartida, o acusado se obriga a cessar a conduta investigada e a ressarcir eventuais danos causados a terceiros.

Logo, não obstante a CVM não tenha competência para promover a apuração de dano e determinar o ressarcimento, a legislação autoriza a celebração do termo de compromisso, por meio do qual a CVM e o responsável podem pactuar a recomposição do *status quo* perante terceiros com o objetivo de encerrar o processo administrativo sancionador em curso.

Frente a este cenário, o termo de compromisso celebrado no âmbito da Comissão de valores mobiliários caracteriza-se como um mecanismo extrajudicial de ressarcimento de danos causados aos acionistas e a terceiros pelas condutas irregulares perpetradas no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto²⁰⁰. Razão pela qual o seu estudo se torna relevante para o presente trabalho.

O termo de compromisso é um mecanismo negocial que surge em decorrência da atuação da CVM que, em atenção aos incisos V e VI do art. 9º da Lei nº 6.385/1976, apura atos ilegais e práticas irregulares perpetradas pelos administradores, controladores, conselheiros e

¹⁹⁸ Art. 11, §1º. A multa não excederá o maior destes valores: I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito" BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em 9 dez. 2022.

¹⁹⁹ “Art. 11º, § 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a:

I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e
II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.” BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em 9 dez. 2022.

²⁰⁰ PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso, P. 823-843. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). Processo Societário. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

outros players do mercado mobiliário e, caso verifique alguma infração, instaura processo sancionador para aplicar as penalidades cabíveis.

Instaurado o processo sancionador, o investigado poderá propor a suspensão do processo mediante a celebração do termo de compromisso, por meio do qual a parte responsável se comprometerá a cessar eventuais práticas ilegais e corrigir as irregularidades apontadas, incluindo, aqui, a reparação dos danos causados aos acionistas minoritários.

A iniciativa de propor a assinatura do termo de compromisso, bem como os termos do acordo, é do acusado, cabendo a CVM analisar a conveniência da proposta e se está alinhada com o interesse público por ela tutelado²⁰¹. A assinatura do acordo é avaliada pela CVM segundo juízo de “*oportunidade e conveniência na celebração do compromisso e adequação da proposta formulada*”²⁰² e levará em consideração a gravidade das infrações, os antecedentes e a efetiva punição, no caso concreto²⁰³.

Destaca-se que o § 6º do art. 11º da Lei 6.385/76 prevê que a assinatura do termo de compromisso “*não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada*”. Ou seja, ao assinar o acordo, o compromissário não reconhece qualquer irregularidade ou prática ilegal, mas apenas se compromete a cessar a conduta investigada e a adotar as providências necessárias para reparar os danos causados.

Dessa forma, o incentivo para o agente que praticou a conduta ilegal assine o termo de compromisso reside na suspensão do processo sancionador, sem que a ele seja imposta qualquer penalidade e sem o reconhecimento da suposta prática ilegal ou irregular; cabendo ao compromissário apenas cessar a conduta supostamente irregular e efetuar o pagamento de eventual reparação.

Por outro lado, o interesse da Comissão de Valores Mobiliários é atendido a partir do momento em que alcança um acordo que supre o interesse público de salvaguardar o mercado de capitais e viabiliza a reparação dos prejuízos que a conduta investigada impôs à terceiros.

Segundo Eizirik, o termo de compromisso é uma espécie de transação na qual a CVM ‘abre mão’ de seu *jus puniendi* em prol do mercado de capitais e o particular se compromete a cessar a prática dos atos sob investigação e a indenizar os danos eventualmente causados²⁰⁴.

²⁰¹ PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores, p. 410. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A Responsabilidade Civil da Empresa. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

²⁰² Art. 8º. BRASIL, Comissão De Valores Mobiliários. Deliberação CVM 390/2001, com redação da Deliberação CVM 486/2005.

²⁰³ Art. 9º. BRASIL, Comissão De Valores Mobiliários. Deliberação CVM 390/2001, com redação da Deliberação CVM 486/2005.

²⁰⁴ EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico* – Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 333, 334.

Ademais, também representa uma economia estatal, visto que evita a concretização de custos desnecessários que decorreriam da continuação do processo sancionador²⁰⁵.

Destaca-se que os únicos itens obrigatórios do termo de compromisso são a obrigação de (i) cessar a conduta investigada; e (ii) corrigir as irregularidades. Logo, a reparação dos danos não é uma condição indispensável para que se firme o termo, e surge apenas quando se vislumbra que a conduta apurada gerou um prejuízo para terceiros.

Ou seja, o termo de compromisso pode ser utilizado como um mecanismo de reparação, contudo, tal previsão não é obrigatória. De forma que o termo pode ser regularmente celebrado sem qualquer previsão de ressarcimento, ainda que exista um dano a ser reparado.

Para as hipóteses em que o termo de compromisso fixe a reparação do dano, será necessário delimitar como a compensação ocorrerá. Nos casos em que for possível definir quem são os terceiros lesados e o valor do dano, o termo de compromisso apresentará os contornos aplicáveis à reparação e a quem ela será devida. Por outro lado, quando os danos forem genéricos ao mercado de capitais, o acordo poderá contar com a previsão de reparação por meio da determinação de pagamento de uma quantia capaz de desestimular condutas semelhantes pelos compromissários ou por terceiros²⁰⁶.

Não obstante a relevância do mecanismo, em especial por representar um meio rápido e eficaz para alcançar a reparação dos danos sofridos pelos investidores sem a necessidade de uma decisão judicial, passaremos a demonstrar que, na prática, os termos de compromissos celebrados no âmbito da CVM não vêm sendo utilizados como meio de reparação de danos causados por administradores e controladores.

Assim, passaremos a analisar os principais questionamentos existentes sobre a utilização do termo de compromisso como mecanismo de reparação dos danos causados pelos administradores e controladores aos acionistas minoritários.

O principal ponto de discussão quanto ao termo de compromisso como meio de reparação de danos reside essencialmente no rol de legitimados para a discussão, visto que (i) o acionista ou terceiro lesado não é parte no processo, ou seja, o sujeito prejudicado não participa da negociação; e (ii) o acordo somente pode ser proposto pelo acusado, de modo que nem sequer a CVM tem legitimidade para propor eventual acordo²⁰⁷.

²⁰⁵ EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico* – Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 338.

²⁰⁶ BRASIL, Comissão De Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2006/5822. Relator Diretor Pedro Marcilio Oliva de Sousa. Julgado em 25.10.2006.

²⁰⁷ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 357.

2.2.2.1. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à ausência de legitimidade para participar do TC

No que tange à participação da parte lesada, é importante reforçar que o termo de compromisso surge no decorrer de um processo sancionador iniciado pela CVM, de modo que são partes apenas a entidade pública e o acusado. Não há qualquer legitimidade para que a vítima conste no referido processo ou acompanhe eventuais acordos celebrados entre as partes²⁰⁸.

Logo, em que pese a possibilidade de reparação do dano, a utilização do termo de compromisso acaba sendo fragilizada ao não incluir na discussão as partes prejudicadas. O que se vislumbra, na prática, é a apresentação de uma proposta pelo acusado, incluindo a quantificação do dano, que será analisada pelo Comitê de Termo de Compromisso e, posteriormente, pelo colegiado da CVM, não tendo à vítima qualquer ingerência ou espaço para se manifestar sobre a reparação do dano por ela sofrido.

A omissão da parte lesada nas discussões relacionadas ao ressarcimento levanta dúvidas sobre a adequação do mecanismo, posto que é questionável qualquer debate quanto à quantificação e delimitação do dano sem que a vítima possa opinar ou apresentar elementos capazes de contribuir com a proposta a ser analisada.

Vale ressaltar que, quando identificado dano a investidor, o art. 85 da Instrução CVM nº 607/2019 autoriza a CVM a solicitar informações às vítimas sobre a extensão dos danos e o valor da reparação. Todavia, tal contribuição não confere à parte lesada qualquer tipo de participação ou legitimidade para se manifestar nos autos do processo administrativo, de modo que a decisão final sobre a adequação do valor proposto é exclusiva da CVM e não está vinculada às informações eventualmente apresentadas por terceiros²⁰⁹.

Importante destacar que parte da doutrina não vê a ausência da vítima no processo administrativo junto à CVM como algo negativo. Nesse sentido, Eizirik defende que a ausência de participação das partes prejudicadas no processo sancionador e, conseqüentemente, na discussão quanto ao termo de compromisso, não representa qualquer prejuízo, visto que os lesados podem ajuizar a ação judicial pleiteando a complementação da indenização²¹⁰. Segundo

²⁰⁸ PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso. P. 827. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). Processo Societário. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

²⁰⁹ PEREIRA, Guilherme Setoguti 1. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. v. 9. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 177

²¹⁰ EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e do mercado de capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 248.

o autor, a celebração do termo de compromisso não afasta ou exclui a possibilidade de a matéria ser discutida por outras vias, de forma que o terceiro que entender que a indenização fixada não foi suficiente poderá buscar os meios tradicionais para alcançar o ressarcimento integral.

Nesse ponto discordo do referido autor, visto que, em que pese a possibilidade de ajuizamento de ação judicial, o presente trabalho trouxe em seus capítulos iniciais uma série de entraves enfrentados pelos acionistas para pleitear eventual indenização no âmbito judicial, de modo que, ao afirmar que a via judicial está disponível para que se possa discutir o valor remanescente, não se enfrenta o problema ou apresenta uma solução factível, mas apenas reitera uma solução teoricamente viável, mas que, na prática, não produz os efeitos esperados.

Ademais, necessário relembrar que o termo de compromisso não implica no reconhecimento de prática ilícita ou irregular pelo compromissário ou em qualquer confissão, logo, ao enfrentar a discussão no judiciário, o acionista que busca a complementação da indenização não estará diante de uma mera discussão sobre o quantum indenizatório, mas sim quanto a efetiva existência do dano e da obrigação de indenizar. De modo que a assinatura do termo de compromisso em nada auxiliará no reconhecimento do dano pela via judicial.

Ainda quanto à ausência de participação dos investidores no processo administrativo, é necessário ponderar que não estamos diante de um cenário em que os investidores não têm interesse em denunciar ou participar ativamente dos procedimentos junto à CVM. Ao contrário, desde a criação do Programa de Orientação e Defesa do Investidor (Prodin) em 1997, e a criação da Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores, a CVM criou um espaço dedicado a assistência do pequeno investidor, possibilitando que os problemas e reclamações apresentadas por esses grupos passem a ser identificadas e acolhidas pela CVM²¹¹.

Apenas a título exemplificativo, em 2010 foram recebidas 19.260 demandas pelos canais de atendimento do Prodin, as quais culminaram na abertura de 518 processos administrativos.²¹²

²¹¹ 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*. 2011. 173f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. p. 74. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%c3%87%c3%83O_FINAL_28_11_2011.pdf. Acesso em 9 dez 2022.

²¹² 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*. 2011. 173f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. p. 75. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%c3%87%c3%83O_FINAL_28_11_2011.pdf. Acesso em 9 dez 2022.

Nota-se, assim, que os investidores adotam uma postura ativa junto à CVM e enxergam na via administrativa um formato mais célere e menos custoso para conseguir mitigar ou cessar as condutas irregulares e danosas vislumbradas no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto. Contudo, em que pese a expressiva participação dos investidores, a CVM vem atuando com ênfase apenas na aplicação de sanções, não adotando práticas ou iniciativas com o objetivo de fomentar a atuação do órgão como um espaço para viabilizar a reparação de danos aos acionistas.

2.2.2.2. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à legitimidade para a propositura do acordo

Um dos desafios enfrentados quanto à celebrado do TC diz respeito a legitimidade para a sua propositura. Isto pois, apenas o acusado tem legitimidade para propor a assinatura do termo de compromisso; de forma que nem sequer a CVM tem competência para sugerir a assinatura do acordo. Destaca-se que não apenas a iniciativa de propor a assinatura do acordo é do agente causados do dano, mas também compete a ele elaborar o conteúdo do termo de compromisso que será apresentada para a CVM.

Assim, cabe exclusivamente ao acusado analisar se tem interesse em propor a assinatura do termo de compromisso, o fazendo, por obvio, apenas na hipótese em que lhe é conveniente²¹³.

Dessa forma, é notório o papel preponderante exercido pelo próprio acusado, visto que ele detém a legitimidade para propor a assinatura do acordo e sobre os termos que serão apresentados, os quais não necessariamente estarão alinhados com a extensão do dano sofrido e com os prejuízos auferidos por terceiros ou pelo mercado de valores mobiliários.

Portanto, trata-se de hipótese em que o acusado tem amplo poder de escolha sobre a celebração do termo de compromisso, enquanto a parte prejudicada permanece com um papel meramente passivo, se limitando a apenas apresentar informações complementares caso solicitado pela CVM²¹⁴.

²¹³ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 357.

²¹⁴ 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*. 2011. 173f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. p. 82. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%c3%87%c3%83O_FINAL_28_11_20111.pdf. Acesso em 9 dez 2022.

Nesse sentido, os entraves relacionados à legitimidade para propor o acordo, acaba levando a uma baixa adesão e utilização do termo de compromisso como mecanismo de reparação de danos causados por administradores e controladores aos acionistas e terceiros.

Os desincentivos não são vislumbrados apenas no campo doutrinário, na prática, apesar de os termos de compromisso serem amplamente utilizados e difundidos no âmbito da CVM, estes raramente contam com a previsão de reparação de danos. Nesse sentido, dois estudos quantificaram a baixa presença de cláusula determinando a indenização de terceiros no âmbito dos termos de compromisso celebrados.

Segundo Viviane Muller Prado, entre 1997 e agosto de 2013, foram celebrados 430 termos de compromisso, dos quais apenas 30 tinham alguma previsão de reparação de danos²¹⁵. No mesmo sentido, Ana Carolina Weber, complementando os dados levantados, apurou que entre agosto de 2013 e novembro de 2020, foram celebrados 212 termos de compromisso, mas apenas 8 deles dispunham sobre o pagamento de indenização²¹⁶.

Partindo dos números apresentados, nota-se que entre 1997 e 2020 apenas 5,91% dos termos de compromisso celebrados contaram com a previsão de ressarcimento às partes lesadas pelas condutas irregulares perpetradas no âmbito das companhias abertas brasileiras.

O baixo percentual evidência que, em que pese a legislação preveja o termo de compromisso como um mecanismo hábil para alcançar a reparação e que o acordo seja amplamente celebrado no âmbito da CVM, este não é utilizado com a finalidade reparatória.

Nesse sentido, fica novamente em aberto o questionamento quanto a atuação da CVM em prol da obtenção de reparação de acionistas. Isto pois, apesar de receber milhares de denúncias por parte dos investidores e de converter diversas denúncias em processos administrativos, a CVM volta seu olhar apenas para a aplicação de sanção e não vem envidando esforços para contribuir com a reparação dos danos causados aos acionistas.

Especificamente quanto ao termo de compromisso, em que pese a CVM não seja responsável por propor a assinatura, a entidade poderia solicitar a inclusão da referida cláusula durante as negociações, visto que possui competência para negociar e propor alterações nos termos inicialmente apresentados.

Como visto, o Termo de Compromisso no âmbito da CVM é um mecanismo capaz de viabilizar a reparação dos danos causados aos acionistas minoritários, contudo, a sua utilização

²¹⁵ PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso. P. 828-829. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). *Processo Societário*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

²¹⁶ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 359.

com tal finalidade ainda depende de uma maior adesão pela própria CVM, de modo que, atualmente, não é possível compreender a assinatura do termo como um mecanismo eficiente de reparação de danos aos acionistas minoritários.

2.2.2.3. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à destinação do valor da indenização

Outro ponto de reflexão quanto ao TC reside na destinação dos valores pagos por meio do acordo. Como visto, o termo de compromisso pode buscar a reparação de danos genéricos ao mercado de capitais, hipótese em que não se vislumbra um destinatário determinado para as indenizações eventualmente pagas. Aqui surgem alguns questionamentos sobre a adequação do acordo como meio de reparação de dano genérico, visto que os valores arrecadados não são revertidos para o mercado de valores mobiliários²¹⁷.

Isso decorre do fato de que os valores arrecadados por meio do termo de compromisso são direcionados para o Tesouro Nacional, e não tem qualquer previsão específica quanto ao seu direcionamento para a CVM ou para o mercado de capitais.

Dessa forma, assim como observado quanto aos valores pagos no âmbito da ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/1989, não é possível assegurar que os valores recebidos por meio dos acordos celebrados pela CVM serão aplicados em benefício do mercado de valores mobiliários e para a proteção dos investidores²¹⁸.

Logo, em que pese o termo de compromisso tenha como um de seus objetivos viabilizar a indenização daqueles que foram lesados, quando se trata de dano difuso ao mercado de valores mobiliários a indenização pode até ser paga, mas não é efetivamente direcionada para a melhoria do mercado de capitais, representando um mero acréscimo disperso na conta do Tesouro Nacional.

Vale destacar que a Medida Provisória nº 784/2017, que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, propôs a criação do Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Valores

²¹⁷ PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso. p. 824. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). Processo Societário. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

²¹⁸ "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, Hélio Rubens. Artigo 7º. In: CODORNIZ, Gabriela; PA TELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 160.

Mobiliários, contudo, a previsão não foi mantida na redação da Lei nº 13.506/2017. De modo que os valores pagos a título de ressarcimento dos danos gerados ao mercado de capitais permanecem sendo integralmente revertidos para o Tesouro Nacional.

3. MECANISMOS DE REPARAÇÃO DOS ACIONISTAS NA EXPERIÊNCIA DOS EUA

A rápida indenização alcançada por acionistas que negociavam ações na bolsa americana em comparação com aqueles detentores de ações negociadas na bolsa de valores brasileira foi o que instigou a realização desta pesquisa. Questionava-se, então, quais as razões para os acionistas que compraram as ações no Brasil estarem enfrentando tamanha dificuldade para serem ressarcidos enquanto, por outro lado, nos Estados Unidos, acionistas da mesma Companhia celebravam acordos expressivos para indenização.

Frente a este questionamento surgiu o problema de pesquisa deste trabalho, qual seja que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

Tendo em vista o questionamento inicial que originou esta pesquisa e a discrepância entre a eficiência dos mecanismos de reparação americanos e brasileiros, o presente capítulo se dedicará a análise dos mecanismos de reparação civil dos danos causados aos acionistas na legislação dos Estados Unidos da América (EUA).

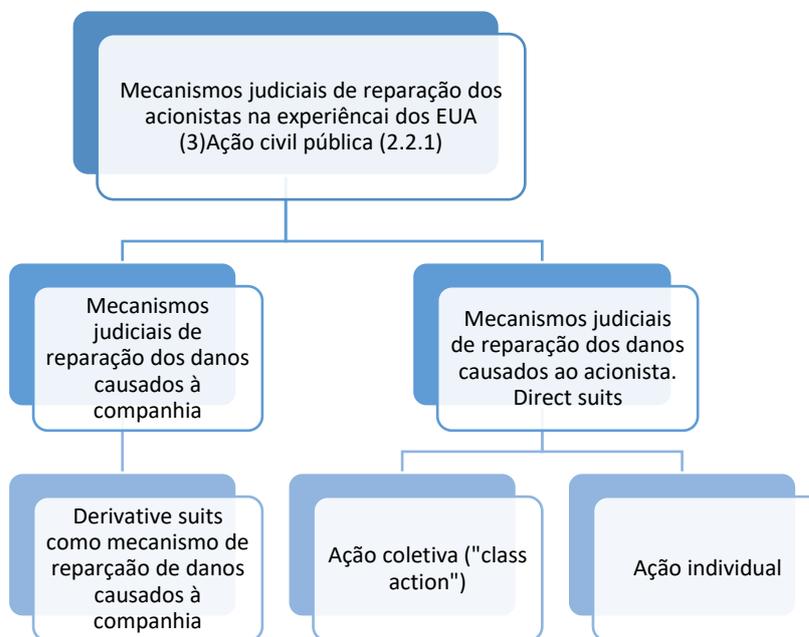
A análise e discussão quanto à estrutura jurídica prevista na legislação americana é pertinente para compreendermos eventuais pontos que podem ser incorporados pela legislação nacional, com o objetivo de conferir maior segurança jurídica para aqueles eventualmente prejudicados por uma conduta irregular perpetrada no âmbito de sociedades anônimas.

Nesse sentido, no presente capítulo vamos analisar a legislação dos Estados Unidos com o objetivo de verificar as principais diferenças existentes entre os dois sistemas e as críticas quanto à teoria aplicada na legislação americana para, no capítulo 4, analisar os pontos de interseção entre a legislação brasileira e americana, bem como a existência de possíveis soluções do direito norte americano aos desafios no Brasil.

Tendo em vista que parte substancial dos desafios identificados na legislação brasileira estão relacionados aos mecanismos privados judiciais de reparação de danos aos acionistas, o presente trabalho delimitará a análise aos mecanismos privados judiciais previstos na legislação americana. Nesse sentido, perpassaremos pela análise dos mecanismos judiciais privados de reparação de danos (tópico 3.1), que se subdivide entre os mecanismos de reparação de danos

causados à companhia (tópico 3.1.1); e os mecanismo de reparação de danos causados aos acionistas (tópico 3.1.2).

Imagem 3 – Organograma dos mecanismos judiciais de reparação dos acionistas na experiência dos EUA



Fonte: elaboração própria

3.1 MECANISMOS JUDICIAIS DE REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS À COMPANHIA E AOS ACIONISTAS NA LEGISLAÇÃO NORTE AMERICANA

Em uma perspectiva de direito comparado, os mecanismos previstos no Brasil e nos Estados Unidos, subdividem-se da mesma forma, ou seja, existem ações específicas para pleitear a indenização da companhia e outras para buscar a reparação individual dos acionistas. Assim, Palmiter reitera que para o direito americano também são tratados de forma diversa os danos sofridos pela companhia, daqueles sofridos pelos acionistas individualmente.

Dessa forma, a natureza do dano e o patrimônio atingido também afetam o mecanismo a ser utilizado para fins de reparação.²¹⁹ Logo, correndo dano à companhia, pode a sociedade pleitear diretamente o ressarcimento e, não o fazendo, o acionista pode tomar as medidas

²¹⁹ “How one characterizes the suit affects a number of things; who pays for litigation expenses, who recovers, what procedures apply to the shareholder-plaintiff, and whether the suit can be dismissed by the corporation”. PALMITER, Alan R. *Corporations*. 6. ed, Wolters Kluwer, 2009, p. 349.

cabíveis por meio de *derivative suit*²²⁰²²¹ (tópico 3.1.1). Por outro lado, ocorrendo dano direto ao patrimônio do acionista este está legitimado a propor uma ação direta, seja coletiva (*class action*) ou individual²²² (tópico 3.1.2).

Portanto, a identificação de quem sofreu o dano de forma direta é determinante para que se possa definir a ação cabível. Nesse sentido, a Suprema Corte de Delaware, ao julgar o caso *Tooley v. Donaldson Lufkin & Jenrette Inc.*²²³, determinou que para identificar se o dano foi causado à companhia ou ao acionista duas perguntas deveriam ser respondidas, sendo elas: “*quem sofreu o dano alegado (a companhia ou os acionistas, individualmente); e quem receberia o benefício de qualquer reparação ou recuperação (a companhia ou os acionistas, individualmente)?*”

Diante da resposta obtida seria possível identificar quem sofreu o dano e, conseqüentemente, qual ação poderá ser ajuizada, uma *derivative suit* ou uma *class action*.

Quanto aos danos causados diretamente à companhia, limitaremos a análise deste trabalho à ação derivada (“*derivative suits*”)²²⁴, sendo esta cabível quando a sociedade deixa de adotar as medidas cabíveis diretamente, ficando a cargo dos acionistas ajuizar a ação de ressarcimento em nome da companhia. Cenário semelhante ao vislumbrado na hipótese de cabimento da ação social *ut singuli* prevista na legislação nacional (tópico 2.1.1.1.2). No mesmo sentido, em relação ao dano sofrido diretamente pelo acionista, limitaremos a análise do presente trabalho a hipótese de ajuizamento da ação direta coletiva (*class action*).

Ante o exposto, os próximos tópicos têm como objetivo analisar os mecanismos de reparação de danos causados à companhia (tópico 3.1.1) e os mecanismo de reparação de danos causados aos acionistas (tópico 3.1.2).

²²⁰ HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*. 5 ed. Saint Paul: West Group, 2000. p.460.

²²¹ “Shareholders can sue in their own capacity to enforce their rights as shareholders (a direct action)”. PALMITER, Alan R. *Corporations: Examples and Explanations*, 6^{ed}, editora Wolters Kluwer, 2009, p.349.

²²² “When a shareholder sues in his own capacity, as well as on behalf of other shareholders, similarly situated, the suit is not a derivative action, but a class action. In effect, all of the members of the class have banded together through a representative to bring their individual direct actions in one large direct action(...)“(..) and many requirements that apply to derivative suits do not apply to class actions”. PALMITER, Alan R. *Corporations*. 6. ed, Wolters Kluwer, 2009, p.356;

²²³ UNITED STATES COURTS. *Tooley v. Donaldson Lufkin & Jenrette Inc.*, 845 A.2d 1031 (Del. 2004). Disponível em <https://casetext.com/case/tooley-v-donaldson-lufkin-jenrette>. “*who suffered the alleged harm (the corporation or the stockholders, individually); and who would receive the benefit of any recovery or other remedy (the corporation or the stockholders, individually)?*”

²²⁴ The principal justification for permitting derivative suits is that it provides a device by which shareholders may enforce claims of the corporation against managing officers and directors of the corporation. Persons who are in control of the corporation are unlikely to authorize it to bring suit against themselves personally”. HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*. 5 ed. Saint Paul: West Group, 2000. p.460;

3.1.1. *Derivative suits* como mecanismo de reparação de danos causados à companhia

Assim como na ação social prevista na legislação brasileira (tópico 2.1.1.1.2), a ação derivada tem como objetivo reparar os danos causados ao patrimônio da companhia, contudo, diante da inércia da sociedade em implementar as medidas cabíveis, fica a critério do acionista ingressar com a ação derivada para defender os interesses da empresa²²⁵²²⁶. Dessa forma, o acionista não atua em defesa de seus interesses particulares, mas sim em prol da companhia.

Em que pese o propósito da ação derivada seja semelhante ao da ação social *ut singuli*, qual seja, viabilizar a indenização da sociedade, as medidas possuem características e objetivos distintos que merecem ser analisados.

Enquanto a ação social *ut singuli* busca a efetiva reparação dos danos sofridos pela companhia, a ação derivada tem um duplo objetivo. Nesse sentido, a função primária e, talvez, primordial da ação derivada é compelir a sociedade a ajuizar uma ação de reparação contra a pessoa que causou o dano.

Ou seja, a ação não é ajuizada de forma direta e exclusiva contra o agente causador do dano, mas, também, em face da própria companhia com o objetivo de forçá-la a adotar as medidas cabíveis. Em consequência, o acionista não litiga apenas contra o agente causador do dano, mas contra a própria companhia.²²⁷

O segundo objetivo da ação derivada é a efetiva reparação do dano, visto que a companhia passou a ser obrigada a buscar a reparação do dano sofrido.

Na prática, a ação derivativa possibilita que, no mesmo processo, o acionista force a companhia a ajuizar a ação e, em consequência, a sociedade passe a demandar a reparação do agente causador do dano²²⁸.

²²⁵ Na definição do “Cornell University Law School- legal information Institute”: A shareholder derivative suit is a lawsuit brought by a shareholder on behalf of a corporation. Generally, a shareholder can only sue on behalf of a corporation when the corporation has a valid cause of action, but has refused to use it. This often happens when the defendant in the suit is someone close to the company, like a director or a corporate officer. If the suit is successful, the proceeds go to the corporation, not to the shareholder who brought the suit. “Cornell University Law School- legal information Institute”: Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/wex/shareholder_derivative_suit>

²²⁶ “they can sue on behalf of the corporation to enforce corporate rights that affect them only indirectly (a derivative action) (...) Derivative litigation is the principal means by which shareholders enforce fiduciary duties”. PALMITER, Alan R. *Corporations: Examples and Explanations, 6^{ed}*, Wolters Kluwer, 2009, p. 349.

²²⁷ MENDES, Givago Dias. Mecanismos judiciais de proteção ao investidor nas sociedades anônimas e mercado de capitais: uma análise comparativa entre o direito brasileiro e do direito norte americano. *Revista da Faculdade de Direito da AJES*, v. 8, n. 15, 2019, p. 130. Disponível em: <https://www.revista.ajes.edu.br/index.php/iurisprudencia/article/view/238/198>. Acesso em 9 dez. 2022.

²²⁸ Derivative suits were—and are—typically brought against directors or officers of the corporation. Anne Tucker Nees, Who’s the Boss? Unmasking Oversight Liability within the Corporate Power Puzzle, *DEL. J. CORP. L.* 199, 214 n.56 (2010). Disponível em: <http://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1097&context=bjil>

Ponto relevante é o fato de que na ação derivada, prevista na legislação americana, o acionista atua apenas como representante da companhia e não em nome próprio, logo, tanto o benefício econômico, quanto os honorários e as custas em caso de improcedência da ação serão suportados pela companhia e não por aquele que ajuizou a ação ²²⁹. Tal previsão acaba por mitigar um dos principais entraves vislumbrados na legislação brasileira, qual seja, o custo imposto ao acionista para ingressar com uma ação judicial da qual ele não terá qualquer proveito econômico direto e, a depender do resultado da ação, ainda será obrigado a suportar os custos incorridos.

Outro ponto de relevante diferença é quanto à necessidade de deliberação prévia pela assembleia geral para o ajuizamento da ação, hipótese que, como visto, acaba limitando a propositura da ação pelos acionistas minoritários.

Nesse sentido, a ação derivativa não depende de uma deliberação prévia pela assembleia. Contudo, o acionista interessado em ingressar com a ação deverá apresentar o requerimento para o Conselho de Administração da companhia, sendo este o órgão responsável por verificar se a própria sociedade tem interesse em ingressar com a ação. Uma vez negado pelo Conselho de Administração, o acionista poderá propor a ação de forma direta.²³⁰

A prévia deliberação do conselho de administração somente será dispensada caso o acionista comprove que levar a matéria para análise do referido órgão da administração não produzirá qualquer efeito²³¹. Ou seja, uma vez demonstrado que o conselho de administração se manifestará de forma contrária ou colocará empecilhos para o ajuizamento da ação, o acionista fica exonerado de levar a matéria para deliberação prévia.

Por outro lado, a ausência de custos para o acionista e a possibilidade de se dispensar a manifestação preliminar do Conselho de Administração levou ao surgimento de nova problemática nos Estados Unidos, qual seja, a conduta oportunista dos investidores, muitas vezes instigados por seus advogados, que ajuizavam ações infundadas para forçar eventual acordo²³².

²²⁹ MENDES, Givago Dias. Mecanismos judiciais de proteção ao investidor nas sociedades anônimas e mercado de capitais: uma análise comparativa entre o direito brasileiro e do direito norte americano. Revista da Faculdade de Direito da AJES, v. 8, n. 15, 2019, p. 131. Disponível em: <https://www.revista.ajes.edu.br/index.php/jurisprudencia/article/view/238/198>. Acesso em 9 dez. 2022.

²³⁰ WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019, p. 87.

²³¹ "In virtually all jurisdictions, a plaintiff seeking to bring a derivative action must either (1) allege that the plaintiff has made a demand on the corporation's board of directors to take the requested relief (i.e, typically to sue the corporate officers) or (2) provide the reasons why such a demand would be futile". COFFEE JR., John C. *Entrepreneurial Liti gation: its rise, fall and future*. Londres: Harvard University Press, 2015, p. 43.

²³² "The principal complaint is that most derivative litigation is brought at the instigation of entrepreneurial attorneys who first find a potential violation and then find a plaintiff shareholder who is qualified to maintain the

Ou seja, diante da ausência de custos para o ajuizamento da ação, o mercado americano verificou o aumento de ações derivadas com o objetivo forçar a celebração acordos expressivos, sem que necessariamente o dano à companhia tivesse ocorrido.

Frente a este cenário, a jurisprudência americana passou a prever a necessidade de se demonstrar o preenchimento de três requisitos para o cabimento da ação derivada: (i) ser proprietário de participação acionária à época do fato ilícito; (ii) ter esgotado as tentativas de reparação no âmbito interno da companhia; e (iii) a apresentação de caução para as despesas decorrentes da ação²³³.

Assim, coube à jurisprudência criar barreiras para eventuais ações oportunistas, passando a prever, em especial, a necessidade de uma tratativa interna com a companhia antes do ajuizamento da ação e a apresentação de caução que poderá ser levantada ao final do processo.

Não obstante a ação derivada encontre poucos entraves para o seu ajuizamento, John C. Coffee Jr.²³⁴ destaca que, atualmente, as ações derivadas estão sendo pouco utilizadas e quando vistas costumam estar associadas a uma ação de classe previamente impetrada.

Assim, conforme passaremos a ver, as ações de classe são preponderantemente utilizadas nos Estados Unidos, de modo que as ações derivadas acabam sendo ajuizadas apenas após o sucesso da ação de classe movida pelos acionistas.

derivative suit. The objective of these suits is to obtain a settlement with the principal defendants and the corporation that provides the attorney with a generous attorney's fee. From the standpoint of the corporation and the individual defendants the benefit of a settlement of a marginal or unjustified claim is that the plaintiff "goes away" and the decision prevents the filing of other suits on the same claim." HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*. 5 ed. Saint Paul: West Group, 2000. p.467.

²³³ "O acionista deve ser titular do respectivo direito à época do ato arguido de ilícito. Trata-se da *regra da propriedade contemporânea*. (...) Que o acionista tenha esgotado todas as possibilidades de reparação do dano no âmbito da própria companhia (...) É a *demand rule*. (...) O outro requisito é o da caução. Em geral, as leis estaduais preveem que, se o administrador acusado obtiver ganho de causa, a companhia compromete-se a indenizá-lo em todas as despesas (...) Diante desse possível encargo, o estatuto normalmente autoriza a companhia a pleitear, em juízo, que o acionista deposite um determinado valor, que poderá ser levantado no caso de improcedência da ação. Essa regra da caução tem constituído, nos últimos tempos, o maior empecilho para que acionistas minoritários ingressem com a *derivative suit*. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v.3. 5. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p.465.

²³⁴ "in the majority of derivative actions brought today in federal court against public companies, the derivative action is filed as a 'tagalong action' in the wake of an earlier securities class action. Typically, after a series of securities class actions are filed and consolidated in one court, some plaintiff's law firm files a parallel derivative action (generally on behalf of a small shareholder) that largely repeats the same charges but seeks a recovery from corporate officers and directors in favor of the corporation". COFFEE JR., John C. *Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future*. Londres: Harvard University Press, 2015, p. 48.

3.1.2. *Direct suits* mecanismo de reparação de danos causados aos acionistas

Como dito, na mesma linha da legislação brasileira, a legislação americana subdivide as ações de reparação de danos causados à companhia e aos acionistas. No tópico anterior, nós analisamos a ação derivada, cabível em face dos danos causados diretamente à companhia.

Agora, passaremos à análise das ações diretas (*direct suits*), ou seja, as ações cabíveis para buscar a indenização dos danos causados de forma direta ao patrimônio dos acionistas. As ações diretas se subdividem em duas classes, sendo elas a ação individual e a ação coletiva (“*class action*”)²³⁵.

A ação individual se assemelha a ação prevista no art. 159, §7º da Lei 6.404/76, tratando-se, portanto, de ação individual ajuizada pelo acionista prejudicado em face daquele que lhe causou um dano.

Já a *class action* é cabível quando mais de um acionista for vítima das condutas perpetradas na companhia, de modo que a legislação autoriza que esses acionistas se unam em um único procedimento para buscar, em conjunto, a reparação que lhes é devida.²³⁶ Devido a relevância do instrumento, em especial das contribuições para as discussões enfrentadas no Brasil, o presente trabalho se dedicará a análise da *class action*.

A ação coletiva está prevista na Rule 23 da *Federal Rule of Civil Procedure* dos Estados Unidos, e assegura que um ou mais membros de determinada classe podem propor uma única ação pleiteando o interesse dos demais membros quando existentes demandas semelhantes²³⁷²³⁸.

Destaca-se que a *Class action* possibilita a reunião de indivíduos que foram prejudicados pela mesma conduta e que, individualmente, poderiam enfrentar severos

²³⁵ “Litigation by shareholders against the corporation may be divided into two basic categories: direct and derivative”. HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*. 5 ed. Saint Paul: West Group, 2000.p.459.

²³⁶ “When a shareholder sues in his own capacity, as well as on behalf of other shareholders, similarly situated, the suit is not a derivative action, but a class action. In effect, all of the members of the class have banded together through a representative to bring their *individual direct actions* in one large direct action(…)“(..) and many requirements that apply to derivative suits do not apply to class actions”. PALMITER, Alan R. *Corporations: Examples and Explanations*, 6^{ed}, Wolters Kluwer, 2009, p.356; Hamilton: “A class action is a direct suit in which one or more shareholder plaintiffs purport to act as a representative of a larger class or classes of shareholders for injuries to the interests of the class”. HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*. 5 ed. Saint Paul: West Group, 2000. p.459.

²³⁷ “Rule 23. Class Actions (a) PREREQUISITES. One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all members only if: (1) the class is so numerous that joinder of all members is impracticable; (2) there are questions of law or fact common to the class; (3) the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class; and (4) the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class.” (UNITED STATES COURTS. *Federal Rules Of Civil Procedure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/sites/default/files/rules-of-civil-procedure.pdf>>..

²³⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v.3. 5. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 467.

obstáculos para ingressar com a ação em razão dos custos elevados e da dificuldade na obtenção de provas e documentos necessários. Dessa forma, a *Class action*, surge também com o intuito de viabilizar o acesso à justiça de diversos investidores que individualmente não conseguiriam avançar com o pleito de reparação de danos.

Por outro lado, para o estado, a ação de classe possibilita a reunião de ações judiciais em um único processo, reduzindo drasticamente o número de ações repetidas.

“Although he was an enthusiastic proponent of the class action, Justice Story was much less clear about the purpose of this procedure. Generally, he and his contemporaries in the nineteenth century saw the class action as means of avoiding duplicative litigation, which would have resulted if each class member was compelled to sue individually. In their view, the class action's virtue was judicial economy, as it reduced the total volume of litigation. Totally missed by this narrow perspective was an alternative and more radical role for the class action, namely, to facilitate litigation that otherwise would not have been brought. The class action did this by allowing small claimants to aggregate their claims. So viewed, the class action empowered persons who otherwise lacked access to the courts. Economically, it enabled 'negative value' claims to be litigated (...).”²³⁹

A principal diferença entre as ações diretas previstas nos Estados Unidos e a ação individual prevista na legislação brasileira consiste no fato de que na legislação americana a companhia não é reconhecida como vítima e pode figurar no polo passivo da ação de ressarcimento. Ou seja, nos Estados Unidos a companhia pode ser considerada responsável pelo dano causado aos acionistas.

Para compreender a inclusão da companhia como responsável, é importante realizar uma breve análise histórica da legislação americana para entender como eles chegaram ao que chamamos de teoria da *Fraud on the Market*.

3.1.1.1. Teoria da *fraud on the market*

A responsabilização da companhia nos Estados Unidos decorre de substancial evolução do arcabouço jurídico americano ocorrido após a quebra da bolsa de Nova York em 1929. Com a grave crise instalada em razão das práticas lesivas que levaram à quebra da bolsa, os doutrinadores americanos passaram a revisar seus normativos para questionar os mecanismos então existentes para evitar a eventual prática de condutas irregulares e reparar os danos gerados²⁴⁰.

²³⁹ COFFEE JR, John C. *Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future*. London: Harvard University Press, 2015, p. 53.

²⁴⁰ “Many of the greatest economic evils of our time are the fruits of risk, uncertainty, and ignorance. It is because particular individuals, fortunate in situation or in abilities, are able to take advantage of uncertainty and ignorance, and also because for the same reason big business is often a lottery, that great inequalities of wealth

A evolução dos debates quanto aos mecanismos então existentes e as formas de alcançar a reparação de danos causados por condutas ilegais perpetradas no âmbito de companhias americanas levou o Presidente Franklin Roosevelt a propor a regulação federal do mercado de capitais dos Estados Unidos em 1933²⁴¹.

No que tange à responsabilidade da companhia e dos acionistas, o elemento central da discussão foi quanto à divulgação de informações, de modo que a alteração buscou estabelecer regras que obrigassem a divulgação de informações mínimas e essenciais²⁴².

Nesse sentido, em 1942, a *Securities and Exchange Commission* promulgou a Rule 10b-5²⁴³, que tinha como objetivo proibir as companhias de se omitirem ou prestarem declarações

*come about; and these same factors are also the cause of the unemployment of labour, or the disappointment of reasonable business expectations, and of the impairment of efficiency and production. Yet the cure lies outside the operations of individuals; it may even be to the interest of individuals to aggravate the disease. I believe that the cure for these things is partly to be sought in the deliberate control of the currency and of credit by a central institution, and partly in the collection and dissemination on a great scale of data relating to the business situation, including the full publicity, by law if necessary, of all business facts which it is useful to know. These measures would involve society in exercising directive intelligence through some appropriate organ of action over many of the inner intricacies of private business, yet it would leave private initiative and enterprise unhindered. Even if these measures prove insufficient, nevertheless, they will furnish us with better knowledge than we have now for taking the next step.” (KEYNES, Jonh Maynard. *Essays in persuasion* by Jonh Maynard Keynes. London: Norton & Company, 2011, p. 172-173.)*

²⁴¹ “*Of course, the Federal Government cannot and should not take any action which might be construed as approving or guaranteeing that newly issued securities are sound in the sense that their value will be maintained or that the properties which they represent will earn profit. There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public. This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine 'let the seller also beware. It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence. The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference to honest business. This is but one step in our broad purpose of protecting investors and depositors. It should be followed by legislation relating to the better supervision of the purchase and sale of all property dealt with on exchanges, and by legislation to correct unethical and unsafe practices on the part of officers and directors of banks and other corporations. What we seek is a return to a clearer understanding of the ancient truth that those who manage banks, corporations and other agencies holding or using other people's money are trustees acting for others.” (U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. *Public Papers of the Presidents of the United States – Franklin D. Roosevelt*. v. 2. Washington, 1933, p. 93-94.)*

²⁴² “[t]he Securities Act does not attempt to prevent people from making and acting on their own judgments about which investment are desirable. The SEC will not refuse to let a registration statement become effective on the ground that the securities are overpriced, or that the investment is too risky for the average investor, or that the issuer's business plan are harebrained. Nor does SEC produce rating of securities or otherwise pass on their merits for the guidance of potential investors. It simply requires disclosure of certain kinds of information as a precondition to the public offering and sale of securities. Its goal is to mitigate imperfections in the securities markets by making it easier for participants to engage in informed decision making.” (CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 720.)

²⁴³ “*Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices. 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 device, scheme, or artifice to defraud, (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 a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.” (U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. *17 CFR 240.10B-5 - Employment of manipulative and deceptive devices*. Disponível em: <<https://www.gpo.gov/fdsys/granule/CFR-2011-title17-vol3/CFR-2011-title17-vol3-sec240-10b-5>>.)*

falsas, assegurando, indiretamente, que as informações relevantes sobre determinada companhia estariam disponíveis e seriam verdadeiras.

O disposto na *Section 10b-5* permitiu que os acionistas questionassem a emissão de informações falsas ao mercado, contudo, transferiu para eles o ônus de comprovar qual era a informação enganosa ou a omissão e como essa conduta implicou na constituição do dano ao acionista.

Dessa forma, apesar de prever expressamente a possibilidade de indenização por divulgação de informações fraudulentas ou a omissão na divulgação de informações, a *Section 10b-5* não afastou a necessidade de comprovar a presença dos elementos necessários para ajuizar a ação de responsabilidade civil (“*torts law*”²⁴⁴), sendo eles: (i) a informação falsa divulgada ou a omissão ocorrida; (ii) a conduta culposa ou dolosa do réu, chamado de “*scienter*”; (iii) o dano; (iv) a relação entre o dano e a divulgação da informação verdadeira, “*loss causation*”; e (v) a conduta do autor praticada em razão da informação previamente disponibilizada, “*reliance*”.²⁴⁵

A necessidade de comprovação dos cinco elementos acima descritos acabava cerceando a atuação de alguns players que não conseguiam levantar todas as informações necessárias para o ajuizamento do pleito indenizatório. Diante deste cenário, a Suprema Corte Americana flexibilizou parte dos requisitos por meio do que ficou conhecido como a teoria *Fraud on the Market*.

A *Fraud on the market theory* estabelece que, uma vez caracterizada a falha informacional, presume-se a efetiva distorção do preço, razão pela qual todos os acionistas teriam direito ao ressarcimento, independentemente da demonstração de que a informação foi diretamente responsável por causar o dano²⁴⁶. Ademais, inclui a premissa de que a companhia é responsável pelas informações divulgadas, razão pela qual também responderia pela violação da confiança para com o acionista.

²⁴⁴ MARTINS-COSTA, Judith; PARGENDLER, Mariana Souza. Usos e abusos da função punitiva. Revista CEJ, Brasília, n. 28, p. 15-32, mar. 2005.

²⁴⁵ GOLDBERG, John C. P.; SEBOK, Anthony J; ZIPURSKY, Benjamin C. The place of reliance in fraud. Arizona Law Review. v. 48, 2006.

²⁴⁶ “Some plaintiffs can show these other two elements reasonably easily and definitively, for example plaintiffs who purchase the security immediately after the misstatement is made and still hold it at the time of the public announcement of its falsity. For plaintiffs whose purchase and sale timings do not fit this profile, it may be appropriate to bar actions where there is no post announcement price drop. This problem is less critical for class actions because at least minimum losses to the class as a whole can be established without concern as to when the inflation dissipated.” FOX, Merritt B.. Understanding Dura. Columbia Law and Economics Working Paper n.º. 279. Ago. 2005, p. 45. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=764432>>.

Segundo Eizirik, a *fraud on the market theory* deve ser entendida da seguinte forma²⁴⁷:

“De acordo com essa teoria, presume-se que os investidores, ao negociar valores mobiliários em mercados eficientes, ou seja, 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. Desse modo, para pleitear indenização por dano causado pela compra ou venda de papéis cujos preços encontravam-se artificialmente inflados ou depreciados, não é necessário demonstrar que a negociação ocorreu em razão das declarações fraudulentas, pois há a presunção relativa de confiança nas informações divulgadas pela companhia”

Ou seja, presume-se que o preço das ações é diretamente influenciado pelas informações disponibilizadas ao mercado, logo, a partir do momento em que a informação passa a ser manipulada ou fraudada, automaticamente o preço da ação também é afetado. Dessa forma, eventual fraude cometida viola a confiança do acionista nas informações regularmente disponibilizadas pela companhia.

A teoria surgiu com a alteração do posicionamento da Suprema Corte quanto à demonstração dos requisitos presentes na Rule 10b-5, alterado no curso do julgamento do caso *Basic Inc. x Levinson*²⁴⁸.

O caso *Basic Inc. x Levinson* tratou-se de ação direta ajuizada pelos acionistas da Basic In. sob a alegação de que a companhia teria emitido três informações falsas ao mercado e que a venda das ações pelos acionistas foi influenciada pelos anúncios.

Os acionistas afirmaram que, enquanto os diretores da *Basic Inc.* estavam negociando uma fusão com a *Combustion Engeneering Inc.*, a companhia emitiu um primeiro comunicado negando a inexistência de qualquer negociação em curso para a fusão da companhia, e, posteriormente, dois novos comunicados ao mercado informando que a sociedade não tinha conhecimento de nenhum fato anormal que pudesse justificar a alta nas negociações das ações da Companhia.

Ocorre que, após a emissão do terceiro comunicado, a *Basic Inc.* anunciou a fusão de seus negócios com a *Combustion Engeneering Inc.* em decorrência de negociação que havia sido iniciada antes do primeiro comunicado. Logo, as afirmações apresentadas pela companhia ao mercado eram falsas.

Após a divulgação da fusão, os acionistas que venderam ou compraram ações da Basic Inc. entre o primeiro comunicado e a divulgação da informação verdadeira, qual seja, a fusão

²⁴⁷ 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 (orgs.). Lei das S.A. em seus 40 Anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

²⁴⁸ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 244 (1998). Disponível em: < <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>>

das duas empresas, ingressaram com uma ação de classe em face da companhia e dos diretores alegando a publicação de três comunicados públicos falsos, violando a disposição antifraude da Securities and Exchange Commission (“SEC”).

A Suprema Corte dos Estados Unidos ao analisar o pleito indenizatório aplicou a *fraud on the market theory*, reconhecendo que os acionistas da Basic Inc. negociaram suas ações considerando informações falsas publicadas pela companhia, que omitiu a fusão com a *Combustion Engeneering Inc.*.

Assim, ao julgar o referido caso, a Suprema Corte flexibilizou a necessidade de os acionistas demonstrarem que a negociação de ações realizada ocorreu em razão das informações falsas publicadas (“*reliance*”), presumindo que, existindo informações falsas publicadas pela companhia, as negociações foram afetadas.

Dessa forma, a Corte firmou o entendimento de que sempre que o acionista negociar suas ações com base em informações fraudulentas ou omissas, presume-se a violação a Rule 10b-5²⁴⁹:

5. The courts below properly applied a presumption of reliance, supported in part by the fraud-on-the-market theory, instead of requiring each plaintiff to show direct reliance on Basic's statements. Such a presumption relieves the Rule 10b-5 plaintiff of an unrealistic evidentiary burden, and is consistent with, and supportive of, the Act's policy of requiring full disclosure and fostering reliance on market integrity. The presumption is also supported by common sense and probability: an investor who trades stock at the price set by an impersonal market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action. Pp. [485 U. S. 241-247](#).

A presunção da quebra de confiança foi um marco relevante para aumentar a incidência de ações de classe, visto que, ao invés de cada acionista precisar comprovar que a negociação realizada ocorreu em razão das informações falsas divulgadas, o *reliance* passou a ser presumido.

A decisão da Suprema Corte levou em consideração a Teoria dos Mercados Eficientes desenvolvida por Eugene Fama. Segundo tal teoria as informações disponibilizadas pela companhia são rapidamente absorvidas pelo mercado e geram impacto no preço de negociação das ações²⁵⁰. Logo, independentemente de a informação ser falsa ou verdadeira, a sua divulgação gera um impacto imediato no mercado.

²⁴⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 244 (1998). Disponível em: < <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>>

²⁵⁰ FAMA, Eugene Francis. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. K. Gin. V. 25, 1970, p. 383

Nesse sentido, a teoria *Fraud on the Market* presume que as negociações ocorridas após a divulgação de informações falsas ou omissas foram indevidamente influenciadas, visto que o mercado absorveu as informações falsas imediatamente após a sua divulgação, de forma que o acionista as levou em consideração para a tomada de decisão.

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.²⁵¹

Em que pese o reconhecimento da teoria tenha representado um avanço na proteção dos acionistas, algumas distorções começaram a ser identificadas em razão da amplitude da presunção do *reliance* reconhecida pela Suprema Corte.

Nesse sentido, em 2014, a Suprema Corte analisou o caso *Halliburton Co v. Erica P. John Fund Inc.*, por meio do qual começou a relativizar a presunção do *reliance* previamente reconhecida por meio do julgamento do caso *Basic 's*.

A ação foi impetrada por *Erica P. John Fund, Inc.* em face da empresa *Halliburton* e um de seus administradores. A impetrante alegou que os réus divulgaram informações falsas com o objetivo de aumentar artificialmente o valor das ações da *Halliburton*, o que violaria a *Rule 10b-5*²⁵².

Contudo, ainda na fase de certificação da ação de classe, ou seja, antes do início da análise de mérito pelo júri, a *Halliburton* buscou a Suprema Corte para alegar que a certificação de classe não deveria ser deferida, uma vez que conseguiria comprovar que as informações falsas divulgadas não afetaram o preço de negociação das ações e, conseqüentemente, não impactaram na decisão do acionista de comprar ou vender por um preço inferior ou superior ao devido.

Até o caso *Halliburton Co v. Erica P. John Fund Inc.*, em razão da presunção aplicada pela *fraud on the market theory*, as partes não podiam trazer discussões relacionadas aos requisitos da ação de *torts* durante a fase de certificação de classe, limitando tais discussões para a análise de mérito realizada pelo júri.

A empresa *Hallibuston* usou como fundamento o amplo reconhecimento do mercado quanto a imprecisão da Teoria dos Mercados Eficientes, visto que existem informações que não são imediatamente absorvidas pelo mercado e não geram impacto sobre o valor da ação ou na

²⁵¹ FOX, Merritt B. *Hallinburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*. *The Business Lawyer*. v. 70, 2015, pp. 438-439.

²⁵² Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/573/258/>. Acesso em 9 dez. 2022.

sua negociação. Nesse sentido, dois elementos foram discutidos pela doutrina para reforçar a existência de falhas na teoria.

O primeiro está relacionado à própria negociação das ações, por óbvio, acionistas profissionais que acompanham simultaneamente a divulgação de informações conseguem fazer negociações vantajosas levando em considerações os dados publicados, mas que ainda não foram incorporadas no preço da ação²⁵³. Ou seja, investidores profissionais conseguem identificar e interpretar os elementos antes de eles serem incorporados pelo mercado ao preço da ação, conseguindo, inclusive, realizar operações altamente lucrativas.

Logo, o receptor, a natureza do material divulgado e sua complexidade pode impactar no tempo de reação do mercado, tratando-se de informação complexa o mercado pode demorar a depurar e a reagir aos dados ali dispostos. Dessa forma, não é possível presumir que a divulgação gera imediatamente uma resposta pelo mercado.

O segundo argumento está relacionado ao processo de tomada de decisão do ser humano. Segundo Herbert Simon²⁵⁴, as decisões humanas envolvem múltiplos fatores e não necessariamente as escolhas são racionais, ao contrário, a racionalidade humana é limitada.

Assim, o processo de escolha e de tomada de decisão do ser humano não é linear, razão pela qual não é possível presumir que todas as pessoas terão a mesma reação com base em informações semelhantes divulgadas ao mercado. Na realidade, os fatos que justificam a realização de investimento, o perfil de investidores, os riscos que cada investidor pretende assumir não permitem uma avaliação linear e unânime sobre como o mercado reagirá a determinada informação.

Frente a este cenário, a Halliburton consolidou em sua manifestação parte das críticas existentes quanto à *fraud on the market theory*, visto que o mercado não é tão racional e eficiente quanto se presumiu à época do caso *Basic's*. Razão pela qual não é possível presumir que (i) todas as informações são imediatamente incorporadas pelo mercado; e (ii) os investidores tomaram a decisão de investir ou desinvestir com base nos mesmos critérios.

Diante dos elementos apresentados, a Suprema Corte não afastou a aplicação da teoria, entendendo que a presunção do *reliance* deveria permanecer, contudo reconheceu a possibilidade de, ainda na fase de certificação da classe, a parte acionada apresentar elementos

²⁵³ "The common definition of market efficiency, that prices at any time 'fully reflect all available information, is really a shorthand for the empirical claim that 'available information' does not support profitable trading strategies or arbitrage opportunities." GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. Virginia Law Review. v. 70, 1984, p. 593

²⁵⁴ SIMON, Herbert. Comportamento administrativo. Estudo dos processos decisórios nas organizações administrativas. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro. GB, 1965. Disponível em: <<https://pt.scribd.com/document/399935609/LIVRO-Comportamento-Administrativo-Herbert-Simon>>

capazes de comprovar que as informações fraudulentas ou omissas divulgadas não afetaram o preço de negociação no mercado, podendo rebater na fase inicial do processo a presunção do *reliance*.

Investors can recover damages in a private securities fraud action only if they prove that they relied on the defendant's misrepresentation in deciding to buy or sell a company's stock. In *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, this Court held that investors could satisfy this reliance requirement by invoking a presumption that the price of stock traded in an efficient market reflects all public, material information—including material misrepresentations. The Court also held, however, that a defendant could rebut this presumption by showing that the alleged misrepresentation did not actually affect the stock price—that is, that it had no “price impact.”²⁵⁵

Nesse sentido, a Suprema Corte autorizou que o defendente possa demonstrar, ainda na fase de certificação de classe, a ausência de impacto nas negociações, afastando a presunção da teoria *Fraud on the Market*.

Assim, a grande modificação advinda do caso *Halliburton Co v. Erica P. John Fund Inc* foi a autorização para que a discussão sobre a presunção do *reliance* pudesse ocorrer ainda na fase de certificação da ação de classe, o que antes era feito apenas durante o julgamento do mérito pelo júri.²⁵⁶

Em que pese as críticas existentes quanto à *Fraud on the market theory*, a *class action* fundada na referida tese passou a ser o principal mecanismo de reparação utilizado nos Estados Unidos, visto que, com a presunção do *reliance*, todos os acionistas da companhia que negociaram suas ações até a data do ajuizamento da ação estariam legitimados a integrar o polo ativo da ação de classe e a companhia passou a ser responsável pelo ressarcimentos, em razão da quebra do seu dever de confiança.²⁵⁷

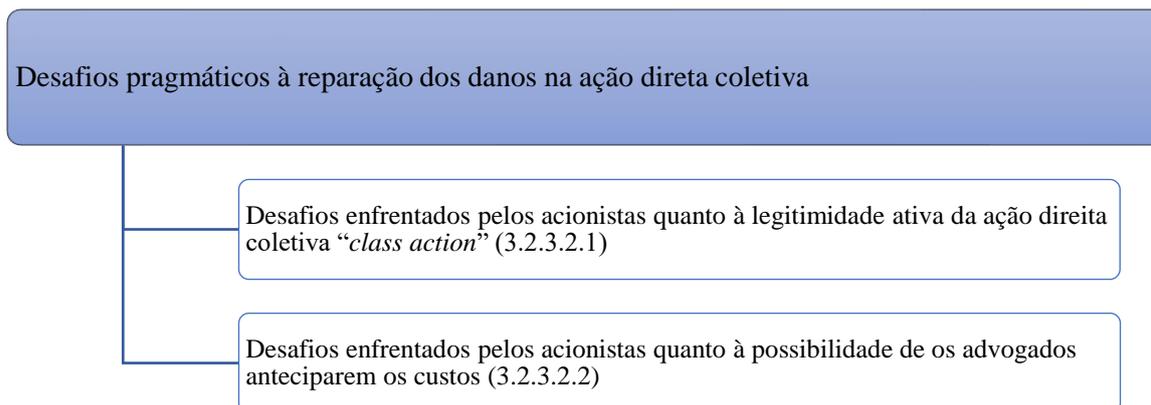
²⁵⁵ Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/573/258/>. Acesso em: 9 dez. 2022.

²⁵⁶ "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 judgement, 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 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." COFFEE JR., John C. *Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future*. Londres: Harvard University Press, 2015, p. 171.

²⁵⁷ GONTIJO, Bruno Miranda. Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores. *As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, p. 28. Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/DIRS-BCDH95/1/gontijo_bruno_miranda_disserta_o.pdf. Acesso em: 9 dez. 2022.

Somado às críticas apresentadas no caso Halliburton, outros desafios também são associados à teoria *Fraud on the Market* e à *class action*, sendo eles: (i) desafios quanto à legitimidade ativa da ação direta coletiva “*class action*”; e (ii) desafios quanto à possibilidade de os advogados anteciparem os custos.

Imagem 4 – Organograma dos Desafios pragmáticos à reparação dos danos na ação direta coletiva



Fonte: elaboração própria.

3.1.1.1.1. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à legitimidade ativa da ação direta coletiva “*class action*”

Um dos desafios está relacionado ao baixo resultado auferido pelos investidores de longo prazo. Isto pois, o mercado acionário tem como premissa a possibilidade de rápida circulação, de modo que os investidores tendem a diversificar seus investimentos para mitigar os riscos de sua carteira.

Ocorre que, quando estamos diante de um acionista que não possui uma carteira diversificada ou é um acionista que mantém seus investimentos fixos em determinadas companhias por longo prazo, os danos causados pela presunção do *reliance* se torna preocupante. Isto pois, a teoria parte da premissa de que as negociações realizadas pelo acionista foram influenciadas pelas informações falsas ou omissas divulgadas ao mercado.

Contudo, tendo em vista que investidores a longo prazo tentem a não alienar suas ações de forma recorrente, é possível que ele não reaja à informação divulgada e mantenha seu investimento. Logo, como o investidor não vendeu ou comprou ações, ele não sofreu um dano patrimonial e, conseqüentemente, não pode figurar como parte na *class action*.

Por outro lado, um acionista que realiza operações de compra e venda de curto prazo, pode se qualificar como parte em uma eventual *class action* por ter alienado ou comprado ações.

Assim, os acionistas que permanecem por longos períodos como titulares da mesma ação acabam pagando, indiretamente, a indenização daqueles que passaram um curto período na companhia e se desfizeram das ações.²⁵⁸ Dessa forma, a presunção do *reliance* e a possibilidade de indenização pela companhia acabam por penalizar aqueles acionistas que mantêm suas ações por longo prazo e estão alinhados com o interesse da sociedade.

3.1.1.1.2. Desafios enfrentados pelos acionistas quanto à possibilidade de os advogados anteciparem os custos

O segundo desafio decorre dos custos de transação. Conforme exposto pelo professor John Coffee Jr., nas ações de classe em curso nos Estados Unidos vigora a regra de que cada parte deverá arcar com os custos dos honorários de seus representantes. Para viabilizar o ajuizamento de pleitos para os quais as partes poderiam não ter condições de arcar com os custos iniciais, a legislação americana passou a prever a possibilidade de os próprios advogados arcarem com os custos iniciais da demanda e, em contrapartida, poderiam receber uma parcela da indenização paga²⁵⁹.

Não obstante a medida tenha sido relevante para permitir que acionistas com poucos recursos pudessem ingressar com a ação para pleitear sua indenização, ao longo do tempo a doutrina americana passou a observar que parte substancial das indenizações estavam sendo direcionadas aos advogados e, conseqüentemente, condutas oportunistas começaram a ser identificadas.²⁶⁰²⁶¹

Nesse sentido, com o objetivo de encerrar de forma célere os processos e viabilizar o pagamento de seus honorários, os advogados passaram a ter um incentivo para a celebração de acordos, evitando o longo curso de uma ação judicial.²⁶²

²⁵⁸ BLACK, Barbara. A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions. N.C.L. Ver. v. 62, 1984, n. 435, 457.

²⁵⁹ COFFEE JR., John C. Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future. Londres Harvard University Press, 2015, pp. 13-15 e 25-26.

²⁶⁰ MARTIN, Denise N.; JUNEJA, Vinita M.; FOSTER, Todd S.; DUNBAR, Frederick C. Recent Trends IV: What Explains Filings and Settlements in Shareholder Class Actions. Stanford Journal of Law, Business & Finance. v. 5, 1999, n. 121.

²⁶¹ COFFEE JR., John C. Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future. Londres Harvard University Press, 2015, pp. 5-6.

²⁶² COFFEE JR., John C. Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo. The Business Lawyer. v. 60, 2005, n. 533, 546.

Por óbvio, a celebração de acordo por si só não representa um cenário desfavorável aos acionistas, contudo as vantagens auferidas pelos advogados coloca em evidência o questionamento quanto à adequação dos acordos celebrados, em especial se estes levaram em consideração o melhor interesse dos acionistas ou a forma mais rápida de encerrar a demanda.

Assim, a previsão legal que buscou ampliar o acesso dos investidores à ação de classe pode acabar levando a um cenário em que os advogados podem induzir as decisões tomadas por seus clientes com o objetivo de encerrar de forma célere a ação para viabilizar o pagamento do percentual da indenização para os representantes legais.

Pois bem, o presente tópico analisou as ações cabíveis nos Estados Unidos e as principais discussões relacionadas à teoria *Fraud on the Market* aplicada pela legislação americana. Dando continuidade, o tópico seguinte aprofundará a análise sobre a possibilidade de a companhia figurar como responsável pela reparação do dano, nos termos da legislação americana.

3.1.1.2. A companhia como responsável pelos danos causados aos acionistas

Como visto, uma das consequências da aplicação da *Fraud on the market theory* foi reconhecer a companhia como responsável pelos danos causados aos acionistas em razão da divulgação de informações fraudulentas ou omissas, visto que teria violado o seu dever de confiança.

O que o legislador americano buscou com a responsabilização da própria sociedade foi, além de viabilizar a responsabilização do ente diretamente vinculado aos titulares de ações, o estabelecimento de uma estrutura de incentivos para que os controladores e administradores atuassem de forma diligente. Isto pois, ao imputar a responsabilidade pelo ressarcimento à companhia, os controladores e administradores também seriam indiretamente prejudicados²⁶³.

O racional dissuasório presente na legislação americana traz a perspectiva da *Law and Economics* desenvolvida por Ronald Coase, ou seja, ao analisar um fato jurídico a corrente não se preocupa apenas com as características e a análise do evento que já ocorreu, mas centra sua

²⁶³ GONTIJO, Bruno Miranda. Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores. *As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, p. 22. Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/DIRS-BCDH95/1/gontijo_bruno_miranda_disserta_o.pdf. Acesso em: 9 dez. 2022.

discussão no efeito futuro que será gerado, em especial sobre como aquele evento poderá influenciar o comportamento de outros agentes²⁶⁴.

Sob tal perspectiva, a forma pela qual determinada conduta é reprimida e as consequências que serão enfrentadas podem gerar incentivos para que terceiros deixem de praticar atos semelhantes. Assim, a responsabilização vai além de meramente retornar ao *status quo* econômico da vítima, mas busca criar incentivos para reprimir eventuais condutas semelhantes por outros players.²⁶⁵

Segundo Klaus Mathis, o que se buscava era a eficiência social por meio do estabelecimento de incentivos para a vítima, por meio do pagamento de indenização, e para o agressor, por meio da imputação de responsabilidade, com o objetivo de evitar novos danos e internalizar aqueles já materializados²⁶⁶.

Não obstante a intenção do legislador de criar, por meio da responsabilização da companhia, um incentivo para que seus administradores passassem a atuar de forma diligente, o resultado alcançado nos Estados Unidos demonstra que a responsabilização direta da companhia não levou ao efetivo ressarcimento dos investidores e não foi eficiente enquanto mecanismo dissuasório.²⁶⁷

Nesse sentido, passaremos a analisar alguns questionamentos levantados em razão da responsabilização direta das companhias abertas por fraudes cometidas por seus administradores.

O principal ponto de reflexão reside na alocação dos custos envolvidos em uma *class action*, incluindo desde as custas judiciais até a eventual condenação.

²⁶⁴ “*Economic analysis is an ex ante analysis, whereas the legal perspective is an ex post analysis. When they assess an instance of damages, economists are not primarily interested in the incident that has already occurred, but in those that might arise in the future. They are concerned with the precedent effect of the law.*” MATHIS, Klaus. Efficiency instead of justice? Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law. *Law and Philosophy Library*, v. 84. New York: Springer, 2009. p. 69.

²⁶⁵ “*Assume that the cheapest short run way of minimizing the sum of accident costs and of the costs of avoiding accidents involving pedestrians and cars is to have rubber bumpers rather than to have pedestrians wear fluorescent clothes. In a world of costless transactions rubber bumpers would become established in the market regardless of liability rules, regardless of whether cars or pedestrians bore the loss initially. Since transactions cost money, the short run effect would in fact be quite different, depending on who was held liable. Making the car owner liable would establish the proper number of rubber bumpers. This would be the desired short run resource allocation, unless, of course, the cost of establishing car owner liability were too great relative to the gains it brought about.*” (CALABRESI, Guido. Transaction costs, resource allocation and liability rules – a comment. *The Journal of Law and Economics*, v. 11, p. 67-73, 1968. p. 71-72. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4752&context=fss_papers>.)

²⁶⁶ MATHIS, Klaus. Efficiency instead of justice? Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law. *Law and Philosophy Library*, v. 84. New York: Springer, 2009. p. 78.

²⁶⁷ GONTIJO, Bruno Miranda. Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores. *As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, p. 55. Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/DIRS-BCDH95/1/gontijo_bruno_miranda_disserta_o.pdf. Acesso em: 9 dez. 2022.

Como visto, o sistema jurídico americano, fundado na Rule 10b-15, aloca a responsabilização por eventuais fraudes na sociedade demandada. Logo a companhia será responsável por arcar com os custos decorrentes da ação ajuizada pelos acionistas.

Ocorre que, ao tornar a companhia responsável e imputar o ônus financeiro a ela, indiretamente os custos são alocados nos próprios acionistas, visto que, em última instância, a redução do patrimônio líquido da sociedade implica na redução do patrimônio daqueles que detêm participação acionária²⁶⁸.

Logo, o legislador determinou, indiretamente, que os acionistas que permaneceram ou ingressaram na sociedade após o dano sofrerão uma segunda redução de seu patrimônio líquido para arcar com a indenização daqueles que ingressaram com a ação judicial²⁶⁹.

A solução se torna ainda mais questionável quando se observa que parte substancial dos acionistas que potencialmente vão sofrer uma perda financeira decorrente da responsabilização da companhia não tem qualquer relação, direta ou indireta, com a conduta fraudulenta praticada.

Dessa forma, ao compartilhar a responsabilidade dos administradores ou controladores com a sociedade, transfere-se, indiretamente, a responsabilidade para os acionistas que são, na realidade, as principais vítimas²⁷⁰.

Somado à transferência dos custos diretamente vinculados ao ajuizamento da ação, há que se observar que os acionistas também sofrerão com a potencial desvalorização de suas ações.

Isto pois, a denúncia de fraudes cometidas por companhias abertas tende a impactar substancialmente no preço das ações, pois representa um sinal negativo para o mercado²⁷¹.

²⁶⁸ “*Rather, because the costs of securities class actions – both the settlement payments and the litigation expenses of both sides – fall largely on the defendant corporation, its shareholders ultimately bear these costs indirectly and often inequitably.*” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006, p. 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>..)

²⁶⁹ “[w]hatever compensation comes via class actions in open market cases is funded directly or indirectly by other innocent investors, creating a system of pocket-shifting that takes little money out of the hands of those natural persons who contrived the fraud.” (LANGEVOORT, Donald. *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*. *Arizona Law Review*, v. 38, 1996, p. 642.): ARLEN, Jennifer; CARNEY, William J.. *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*. *University of Illinois Law Review*, v. 1992, n° 3, 1992, p. 698-700. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2042097>>..)

²⁷⁰ “(...) *securities litigation imposes costs on investors because of harm done to investors – without recognizing that the victim is again bearing the costs of its own injury.*” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006, p. 8. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>..)

²⁷¹ “*We study the stock market’s reaction to three events in the litigation process: (1) the revelation of potential fraud; (2) the filing a lawsuit; and (3) the judicial resolution of the lawsuit. We find a large and statistically significant negative reaction to the first event, and a smaller but still statistically significant reaction to the second. We find no significant reaction to the resolution of the motion to dismiss.*” (PRITCHARD, Adam C; FERRIS, Stephen P.. *Stock Price Reactions to Securities Fraud Class Actions Under the Private Securities Litigation Reform*

Nesse sentido, as sociedades envolvidas nas denúncias tentem a sofrer uma desvalorização de seu valor de mercado em razão de questionamentos levantados quanto à própria governança interna que não identificou a tempo e de forma efetiva as irregularidades perpetradas²⁷².

Assim, os acionistas também serão impactados com a desvalorização das ações da companhia, prejuízo que se soma ao efetivo custeio da indenização²⁷³. Dessa forma, o valor final da reparação eventualmente pago aos acionistas tende a não ser suficiente para reparar o prejuízo sofrido, a desvalorização das ações e os custos indiretamente suportados em razão do pagamento da indenização.

Não se ignora, aqui, o fato de que, geralmente, as *class actions* ajuizadas nos Estados Unidos não envolvem apenas as companhias, mas incluem no rol de responsáveis os administradores e controladores que efetivamente cometeram o ilícito²⁷⁴.

Contudo, em que pese a inclusão dos gestores no rol de responsáveis tenha o potencial de reduzir os ônus que serão imputados à sociedade e indiretamente transferidos para os acionistas, surgem outros questionamentos quanto à coexistência da companhia e de seus administradores no polo passivo da ação coletiva.

O primeiro se traduz por meio de um potencial conflito de agência, posto que os administradores possuem incentivos para celebrar um acordo com os investidores para afastar a sua responsabilidade individual, alocando, novamente, a responsabilidade sobre a

Act. *Michigan Law and Economics Research Paper*, nº. 01-009, Out. 2001, p. 1. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=288216>>.)

²⁷² “We used two measures to capture stock market performances: the Market-to-Book ratio and the annual Stock Return. Market-to-book ratio measures the value of the company’s stock in the current marketplace relative to the historical accounting value of the company’s assets. Annual return is a measure of the increase in the stock’s price over a period of one year. (...) Compared to their cohort companies, about 35% of sample defendants had a lower Market-to-Book ratio in the Pre-class Period, but that percentage increased to over 50% in every post-lawsuit period. Moreover, the underperforming percentage was higher in post-settlement periods than in the Year of Settlement. In terms of annual Stock Returns, the impact of securities class actions was most evident in the first year after the filing of the lawsuit: the mean return dropped from a Pre-class Period level of 13% to -23%, while the median dropped from the Pre-class Period level of 7% to -12%. (...) Comparing the annual returns of sample defendant firms with those of the cohort companies, we found that 62% of sample defendants were underperforming their cohort in Year 1 Post-lawsuit, a substantial increase from the Pre-class Period level of 51.6%.” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.898-1.899. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>.)

²⁷³ “(...) the costs of such litigation tend to fall more on the innocent than the guilty. As a result, the market reacts adversely to the action’s filing because it expects that the eventual settlement of the action will be borne by the shareholders as a group” (COFFEE JR., John C.. Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 7. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>.)

²⁷⁴ PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Seeing through the smoke: Securities litigation study*. “Figure 14: Percentage of Securities Class Actions naming particular officers or committees, 2013-2017”. Abril 2018, p. 19. Disponível em: <<https://www.pwc.com/us/en/forensic-services/assets/securities-litigation-study-seeing-through-the-smoke.pdf>>.

companhia²⁷⁵. O cenário transfere aos acionistas a responsabilidade por monitorar os interesses dos gestores e as consequências de eventuais acordos celebrados.

Outro ponto relevante é o fato de que as cortes americanas vêm recorrentemente decidindo que não vão interferir na forma pela qual os réus vão dividir os valores que devem ser pagos, uma vez que o interesse da corte reside apenas no pagamento e não em quem efetivamente desembolsará os valores imputados.

Assim, tendo em vista que, via de regra, as companhias possuem maior disponibilidade financeira, o custeio de parte substancial da condenação tende a ser alocado na própria sociedade, visto que os administradores podem não ter recursos financeiros suficientes para arcar com a condenação na forma e no tempo determinados.

Nota-se, assim, que a inclusão da sociedade no rol de responsáveis aumenta a disponibilidade financeira para custear eventual indenização, contudo não assegura uma efetiva reparação ao acionista, posto que, indiretamente, ele acabará custeando a condenação imposta por meio da ação ajuizada por ele ou por terceiros.

²⁷⁵ “When corporate executives are sued alongside the corporation as co-defendants in securities litigation (as they almost always are), a clear conflict of interest arises: the executives will naturally want to settle their own liability with funds advanced by the corporation.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006, p. 44. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>.)

4. CONTRIBUIÇÕES DA LEGISLAÇÃO AMERICANA PARA OS MECANISMOS BRASILEIROS DE REPARAÇÃO CIVIL DOS DANOS CAUSADOS AOS ACIONISTAS

O presente trabalho tem como objetivo analisar em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

Para avançar na discussão proposta realizamos a análise da possibilidade de responsabilização civil dos administradores e controladores (tópico 1) e, uma vez caracterizada a responsabilidade subjetiva, avançamos na discussão central deste trabalho, qual seja, a existência de mecanismos adequados para viabilizar a responsabilização dos administradores e controladores e os desafios enfrentados para a sua efetividade (tópico 2).

Em complementação, em especial diante do questionamento inicial que originou esta pesquisa e a discrepância entre a efetividade dos mecanismos de reparação americanos e brasileiros, nos dedicamos a análise dos mecanismos de reparação civil dos danos causados aos acionistas na legislação dos Estados Unidos da América (EUA) (tópico 3).

As discussões travadas, nos permitem alcançar não apenas a identificação dos desafios atualmente enfrentados, mas uma análise comparada entre o direito brasileiro e americano, com o objetivo de compreendermos eventuais pontos da legislação americana que podem ser incorporados pela legislação nacional, com o objetivo de conferir maior segurança jurídica para aqueles eventualmente prejudicados por uma conduta irregular perpetrada no âmbito de sociedades anônimas.

Nesse sentido, no presente capítulo vamos promover uma análise crítica sobre a intersecção entre as duas legislações e a análise da incorporação de conceitos americanos que já vem sendo promovida no Brasil.

4.1. CONTRIBUIÇÕES DA LEGISLAÇÃO AMERICANA PARA AS AÇÕES SOCIAIS *UT SINGULI*

O tópico 2.1.1.1.2 analisou as ações sociais *ut singuli*, sendo estas as ações ajuizadas pelos acionistas, em nome próprio, com o objetivo de buscar o ressarcimento dos danos sofrido

pela companhia. Como exposto, os acionistas acabam enfrentando uma série de desafios que impossibilitam ou limitam o ajuizamento da ação e um eventual êxito.

Frente a este cenário, a experiência americana com as ações derivadas trazem ponderações que poderiam ser apontadas como possíveis soluções para alguns dos desafios enfrentados pelos acionistas para o ajuizamento da ação social *ut singuli*.

Ao analisarmos a ação derivativa verificamos que a ação tem um duplo objetivo, sendo o primeiro de compelir a sociedade a ajuizar uma ação de reparação contra a pessoa que causou o dano e o segundo é a efetiva reparação do dano.

Logo, ao contrário do que se verifica na legislação brasileira, cujo objetivo é exclusivamente de alcançar a reparação civil dos danos causados à companhia, a ação derivativa funciona como um mecanismo para compelir a efetiva atuação da companhia, de modo que, ao final, o acionista não demandará em nome próprio. Como consequência, a partir do momento em que a companhia assume a titularidade da ação, ela passa a ser responsável por todos os custos inerentes à ação, ônus que na legislação brasileira recai integralmente sobre o acionista.

Dessa forma, a possibilidade de chamar a companhia ao processo poderia ser entendido como uma alternativa para afastar um dos principais desafios enfrentados pelos acionistas no Brasil, qual seja, arcar com os custos inerentes ao ajuizamento da ação.

Ademais, a possibilidade de a companhia assumir a titularidade da ação também afasta substancialmente os entraves existentes quanto à produção probatória, isto pois, ao contrário dos acionistas, a própria sociedade não tem qualquer limitação de acesso a informações e documentos internos da sociedade.

Nesse sentido, teoricamente, a incorporação da experiência americana quanto ao chamamento da companhia para o processo poderia mitigar alguns desafios atualmente enfrentados pelos acionistas brasileiros para alcançar os ressarcimentos dos danos sofridos pela companhia, em especial a mitigação dos custos assumidos pelos acionistas e a mitigação dos entraves existentes para a produção probatória.

Na mesma linha, outro ponto de relevante diferença entre a legislação brasileira e americana é quanto à necessidade de deliberação prévia pela assembleia geral para o ajuizamento da ação, hipótese que, como visto, acaba limitando a propositura da ação pelos acionistas minoritários.

Como exposto, a ação derivativa não depende de uma deliberação prévia pela assembleia, cabendo ao acionista interessado em ingressar com a ação requerer o ajuizamento

para o Conselho de Administração da companhia ou demonstrar que a solicitação para o CA é dispensável, posto que o pedido será indeferido.

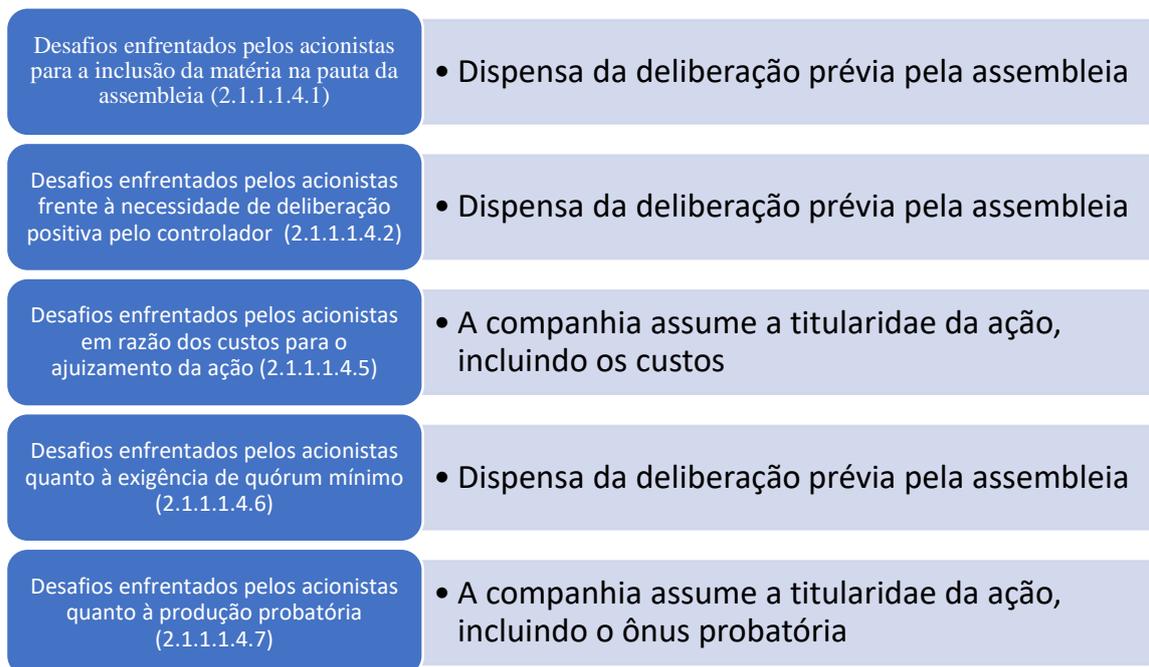
Na experiência brasileira, a necessidade de deliberação prévia representa um dos principais entraves para o ajuizamento da ação *ut singuli* pelos acionistas minoritários, visto que os próprios administradores que cometeram os ilícitos podem impor dificuldade para a convocação da assembleia. Ademais, alguns acionistas também enfrentam limitações em razão da necessidade de um percentual mínimo para promover a convocação da assembleia.

Nesse sentido, ao possibilitar a solicitação de deliberação diretamente ao CA ou, inclusive, a dispensa de eventual manifestação em razão da presunção de negativa do Conselho, a legislação afasta eventuais desafios que poderiam ser enfrentados para que a ação derivativa fosse ajuizada pelos acionistas.

Frente a este cenário, a análise realizada por meio deste trabalho permite concluir que a incorporação da dispensa de deliberação prévia pela assembleia geral prevista na legislação americana também poderia auxiliar na mitigação dos desafios enfrentados pelos acionistas para a convocação da assembleia geral.

Ante o exposto, em que pese a experiência americana demonstre que as ações derivativas estão caindo em desuso nos Estados Unidos da América, entendemos que alguns elementos presentes na legislação americana poderiam ser incorporados pela legislação brasileira com o objetivo de amenizar alguns dos entraves existentes para que a companhia, por meio de seus acionistas, alcance a reparação civil dos danos sofridos.

Imagem 5 – Organograma com as soluções disponíveis na ação derivada prevista na legislação americana para os desafios pragmáticos à reparação dos danos judiciais privados causados à companhia no Brasil



Fonte: elaboração própria.

4.2. CONTRIBUIÇÕES DA LEGISLAÇÃO AMERICANA PARA O RESSARCIMENTO DE DANOS DIRETOS AO ACIONISTA POR MEIO DA IMPORTAÇÃO DA TEORIA *FRAUD ON THE MARKET*.

Até o momento o trabalho trouxe os principais entraves identificados pelos acionistas minoritários para alcançar a reparação dos danos causados pelos administradores e controladores no Brasil e nos Estados Unidos, explorando também as principais diferenças entre as duas legislações.

Como visto, uma das principais distinções entre a estrutura de reparação de danos prevista na legislação norte americana e brasileira quanto às ações individuais reside na presunção de responsabilidade por parte da companhia prevista na primeira, que permite que o investidor prejudicado a acione diretamente para obter a reparação de danos almejada.

Assim, a legislação americana, com a aplicação da *fraud on the market theory*, reconheceu o emissor de valores mobiliários como responsável pelo dano, cabendo a ele responder pelos prejuízos causados aos investidores²⁷⁶.

Por outro lado, a responsabilidade civil por fraudes praticadas no âmbito das sociedades anônimas brasileiras está centrada na responsabilização do administrador ou do controlador que agiu de forma inapropriada.

Frente a este cenário e aos entraves enfrentados quanto aos institutos de reparação de danos expressamente previstos na legislação brasileira, alguns autores vêm analisando a viabilidade de importar a teoria *fraud on the market* como forma de solucionar gargalos já identificados na legislação nacional²⁷⁷. Razão pela qual os autores trouxeram à tona a discussão quanto à possibilidade de ajuizamento de ação movida pelos acionistas em face da sociedade e não apenas de seus administradores. Constituindo-se, sob tal perspectiva a chamada ação direta de responsabilização da companhia.

A ação de responsabilização da sociedade surge por meio de estudo elaborado pelos autores Carvalhosa, Leães e Wald²⁷⁸ que, dentro do contexto da operação lava-jato, identificaram que, enquanto os investidores americanos estavam sendo indenizados nos Estados Unidos, os investidores brasileiros permaneciam sem conseguir sequer alcançar o conhecimento de suas ações de responsabilidade civil.

Logo, além de evidenciar a ineficiência dos mecanismos processuais previstos na legislação brasileira, o cenário agravou os danos sofridos pelos acionistas brasileiros, posto que, além dos prejuízos enfrentados em decorrência dos escândalos de corrupção denunciados, passaram a custear a indenização paga exclusivamente aos acionistas americanos.²⁷⁹

²⁷⁶ “*Temática pouco desenvolvida no Brasil diz respeito à responsabilidade civil derivada do fornecimento de informações incorretas no prospecto. Não há, na legislação especial, nenhum regramento específico dos pressupostos da responsabilidade civil, dos legitimados ativos e passivos, dos requisitos para a demonstração de dano, nexos de causalidade e culpa. (...) Diferentemente do que ocorre em países como os Estados Unidos, a Inglaterra e a Alemanha, nos quais há previsões específicas sobre a responsabilidade do emissor de valores mobiliários, nossa legislação não traz nenhum dispositivo específico relativo à responsabilidade civil por prejuízos causados aos investidores. É necessário recorrer, portanto, ao regramento geral do Código Civil (‘CC’). (...) Em decorrência disso, devem ser analisadas as regras gerais relativas aos vícios dos negócios jurídicos e à responsabilidade civil previstas nos arts. 186 e 927 do CC.*” BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Arts. 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 407.

²⁷⁷ “*O conhecimento das legislações estrangeiras torna-se útil na medida em que as atividades das sociedades se estendem além das fronteiras dos países em que foram constituídas.*” (RIPERT, Georges. *Tratado Elemental de Derecho Comercial*. v. II. Tradução: Felipe de Sola Cañizares. Buenos Aires: TEA, 1954, p. 6.)

²⁷⁸ CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

²⁷⁹ GORGA, Érica. *The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: the case of brazilian corporations and the ‘double circularity’ problem in transnational securities litigation*. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/..](https://papers.ssrn.com/)

O trabalho foi resultado de uma série de pareceres elaborados quanto ao caso da Petrobras, com o objetivo de verificar o cabimento de uma ação de responsabilidade civil em face da companhia como alternativa às ações expressamente previstas na legislação brasileira.

A importação da teoria veio com o fim de criar espaço para que os acionistas pudessem acionar diretamente a própria sociedade para reaver o prejuízo auferido, hipótese que não possui guarida expressa na legislação atual.

A tese não passou indene às críticas, parte da doutrina defendeu que as ações de responsabilidade civil estão expressamente previstas na lei, inexistindo qualquer vácuo legal a ser preenchido pela norma americana²⁸⁰²⁸¹.

Todavia, a despeito das críticas, a possibilidade de responsabilização direta da companhia vem angariando cada vez mais adeptos.

A discussão apresenta dois pontos centrais, o primeiro quanto à possibilidade de se reconhecer os danos que antes eram entendidos como indiretos como danos diretos aos acionistas, cenário que legitima os investidores a ingressarem com a ação em nome próprio; e o segundo quanto ao reconhecimento da sociedade como responsável pelo dano e não mais como mera vítima.²⁸²

Segundo Modesto Carvalhosa, pela análise dos arts. 158 da Lei. 6.404/76 e do art. 47 do Código Civil, depreende-se que a companhia é responsável pelos atos de gestão praticados por seus órgãos da administração. Nesse sentido, reconhece que a companhia é objetivamente responsável pelos danos causados por seus administradores e sócios, visto que a sua responsabilidade independe da existência de dolo ou culpa.²⁸³

²⁸⁰ EIZIRIK, Nelson. “*Deve a Companhia Aberta Indenizar danos por Atos Ilegais de Administradores?*”, veiculado na revista Capital Aberto em 16 de outubro de 2020. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/>>.

²⁸¹ “Oportuna, por isso, a observação de que o acionista não tem ação individual *ut socii*, para haver reparação do chamado prejuízo indireto, ao argumento de que, lesada a companhia, teria ele direito de pleitear, do administrador faltoso, a sua quota-parte no prejuízo. Como explicou Bulhões Pedreira, no regime da lei n. 6.404/1976 somente existem dois tipos de ação: a) a ação social, cujo fundamento é o prejuízo causado ao patrimônio da sociedade e que pode ser proposta pela companhia ou pelo acionista, como substituto processual; e b) a ação individual, cujo fundamento é o prejuízo causado diretamente ao patrimônio do acionista. E conclui: ‘a reparação do chamado ‘prejuízo indireto’ somente pode dar-se, portanto, através do exercício da ação social: assim como o prejuízo é ‘indireto’, a reparação há de ser ‘indireta’, ou seja, através da recomposição do patrimônio da companhia” LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 2, p. 616.

²⁸² FONSECA, Vinícius Dias. Estrutura acionária e medidas privadas de enforcement: reflexões sobre o futuro do direito societário brasileiro. 2021, p. 33. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3874041. Acesso em: 9 dez. 2022.

²⁸³ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico, p. 27. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

Portanto, uma vez comprovado que o ato ilegal é decorrente de um ato de gestão praticado pelo administrador, a companhia passa a ser objetivamente responsável, podendo figurar no polo passivo da ação de responsabilidade civil²⁸⁴.

Ao analisar o mesmo caso, Arnoldo Wald²⁸⁵ também chancela a responsabilização da companhia, evidenciando que a sociedade sempre será responsável pelos atos de gestão praticados por seus administradores. De forma que existem situações nas quais a companhia pode, inclusive, responder individualmente, sem que qualquer responsabilidade possa ser atribuída ao administrador.

Logo, Arnold Wald não apenas reconhece a responsabilidade do emissor de valores mobiliários, como vai além ao ressaltar que a companhia é responsável até nos casos em que os administradores não agiram com culpa ou dolo.

Marçal Justen Filho também chancela a reponsabilidade da companhia pelos atos de gestão praticados pelos sócios e administradores e reforça que a companhia deve ser considerada responsável pelos atos legais e ilegais perpetrados por seus administradores²⁸⁶.

Dessa forma, ao analisarem o cenário prático vivenciado pelos investidores da Petrobras os pareceristas foram unânimes quanto a possibilidade de responsabilidade direta da sociedade, medida que já possui, inclusive, guarida na legislação brasileira.

Quanto à possibilidade de o acionista figurar no polo ativo, Modesto Carvalhosa defende que, apesar de a legislação não dispor expressamente sobre a ação individual do investidor em face da companhia, tal ausência de previsão específica não deve ser interpretada como uma proibição ao ajuizamento da ação. Na realidade, nos termos do art. 5º, XXXV, da CF, é expressamente previsto que “*a lei não exclua a apreciação do Poder Judiciário lesão ou*

²⁸⁴ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico, p. 30-31. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

²⁸⁵ “88. Consequentemente, no caso da consulta, a companhia é em última análise, legalmente responsável, por atos danosos de seus administradores, pois estes atuaram em seu nome e presumidamente de conformidade com a vontade socialmente aprovada, em virtude de uma presunção juris et de jure. 89. A depender da atuação do administrador no caso concreto é que se extrairá a conclusão pela responsabilidade exclusiva da companhia - quando seus representantes tiverem praticado atos de gestão regulares, formal e materialmente ou solidária, nas situações em que os atos foram praticados em violação legal ou do estatuto e, por conseguinte, dos próprios limites do objeto social perseguido pela companhia, que não podem ser contrários à lei, por expressa determinação do art. 2º da Lei das S/A45.” 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*. p. 124. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

²⁸⁶ MARÇAL, Justen Filho. Parecer sobre a responsabilidade direta da sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores, p. 213. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

ameaça a direito". Portanto, existindo lesão ao direito do acionista causado pela companhia, este poderá ajuizar a ação de reparação.²⁸⁷

Dessa forma, bebendo das regras constitucionais, em especial no direito de petição, na instrumentalização das formas e no direito à reparação, o autor chancela a possibilidade de o acionista figurar no polo ativo da ação, desde que fique caracterizado a existência de dano direito causado pela sociedade.

Para tanto, Modesto Carvalhosa conclui que, quando estamos diante de divulgações de informações falsas ou fraudulentas, o acionista é diretamente lesado, em razão da relação entre a informação divulgada e o valor de cotação da ação de sua titularidade. Portanto, o dano é causado ao acionista pela ausência de disponibilização de informação fidedigna que viola o dever de confiança da companhia para com seus investidores.²⁸⁸

Na mesma linha, ao dispor sobre o dano causado ao acionista, Luiz Gastão Paes de Barros Leães defende que o prejuízo sofrido pelo titular das ações é uma consequência direta da divulgação de informações falsas e omissas pela administração, em nome da companhia²⁸⁹. Logo, o acionista é diretamente lesado em razão da violação do dever de confiança.

A novidade trazida por Leães surge ao analisar ação civil pública prevista na Lei. 7.913/89 como meio de os acionistas responsabilizarem a companhia.

Nesse sentido, traçou um paralelo entre a ação prevista na lei 7.913/89 e a *class action* americana, visto que um dos legitimados para ingressar com a ação civil pública são as associações, logo, os acionistas organizados por meio de entidade representativa, poderiam

²⁸⁷ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico, p. 36-37. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

²⁸⁸ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico, p. 41. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

²⁸⁹ "5.10. No cumprimento de todos esses deveres de informação e comunicação, os administradores atuam, repita-se, organicamente, ou seja, agem como integrantes de um órgão social, funcionando, assim, como se fossem a própria sociedade. Pois é a companhia, na verdade, quem faz parte do mercado de valores e está sujeita ao princípio de ampla e completa transparência ("full and fair disclosure"). Em consequência, em caso de conduta ilícita de seus administradores, inadimplindo esse dever de divulgação ao público investidor, é a ela, à sociedade, que cumpre responder pelos danos que porventura tenham sido provocados nos investidores do mercado. Até porque, dada a magnitude da lesão, o elemento garantia-responsabilidade deve localizar-se no patrimônio social, já que os bens dos administradores raramente são suficientes para fazer frente à perda sofrida pelos investidores, embora se reserve à sociedade direito de regresso.

5.11. Ademais, o prejuízo experimentado pelo investidor é "consequência necessária" da conduta ilícita da administração, agindo em nome e por conta da companhia. Nessas condições, pode o investidor prejudicado propor ação contra a sociedade, ou contra os administradores, ou contra ambos. Se a ação for proposta apenas contra a companhia, esta terá, evidentemente, ação regressiva em face do dirigente culpado" LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral*, p. 68. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

utilizar a ação civil pública como meio para, coletivamente, buscar a reparação dos danos em face da companhia.²⁹⁰

Na mesma linha, Arnaldo Wald também dá ênfase ao papel da Lei 7.913/89 ao dispor sobre a situação vivenciada na Petrobras e os danos causados aos acionistas da Companhia. Apesar de tecer críticas quanto à necessidade de a legislação se atualizar²⁹¹, reforça que a ação civil pública trouxe grande revolução ao prever não apenas da proteção dos acionistas, mas de todo o mercado de capitais. Dentre as vantagens da referida lei, também aponta como avanço a previsão expressa de sanções para casos de desinformações dos acionistas, cenário que, segundo o autor, possibilita a responsabilização direta da companhia.²⁹²

Vale destacar que os pareceres dos professores Leães e Wald são anteriores a alteração do rol de legitimados previsto no art. 1º Lei 7.913/89, de forma que, está posta nova discussão sobre a amplitude da legitimação para o ingresso da ação, sendo possível interpretar que as associações, por não terem sido expressamente indicadas, não poderiam ingressar com a ação.

Ao analisar as propostas apresentadas pelos autores, verifica-se que não há uma referência expressa à importação da teoria *Fraud on the Market*, visto que os autores buscaram na legislação brasileira a chancela para aplicar a teoria de responsabilização utilizada nos Estados Unidos.

Dessa forma, os autores não buscaram propriamente criar uma ação, mas buscam demonstrar que a legislação brasileira, por meio de seus institutos gerais, permite a responsabilização direta da sociedade por parte de seus acionistas.

²⁹⁰ “7.6. Com o entrelace desses normativos, pode-se dizer que se estabeleceram, definitivamente, sem contestação, por via da Lei nº 7.913/1989, os contornos da primeira ação coletiva indenizatória de cunho privado no Direito brasileiro, à semelhança da class action do direito norte-americano, provendo uma oportunidade para que os investidores combatam práticas danosas desenvolvidas pelas companhias de mercado, agindo como verdadeiros "private attorney generals" (ou seja, como Parquets privados)” LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral*, p. 73. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

²⁹¹ “76. Na interpretação da Lei nº 7.913 de 1989, à qual já nos referimos (nº 48 e 49 do presente parecer), decorridos já agora cerca de trinta anos, foram poucas as ações intentadas pelo Ministério Público. São duas de zenas de processos que, em geral, não apresentavam relevância jurídica, nem econômica, não obstante a existência de vários trabalhos doutrinários a respeito do assunto e a convicção de que, após um quarto de século, o diploma legal necessitaria de uma reforma, considerando o papel mais amplo assegurado à CVM e a proteção que deve ser assegurada diretamente ao investidor”. WALD, Arnaldo. *A Responsabilidade da Companhia Aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas*. p. 119-120. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

²⁹² WALD, Arnaldo. *A Responsabilidade da Companhia Aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas*. p. 120-121. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

Apesar dos autores defenderem a viabilidade da ação, pouco se discute sobre as críticas enfrentadas pelo modelo americano, em especial quanto ao impacto indireto no patrimônio dos acionistas causado pela obrigação de a companhia arcar com a indenização, imputando um duplo prejuízo para a sociedade e indiretamente para seus investidores.

Conforme reconhece Eizirik, a responsabilização direta da companhia implica em novo prejuízo para os acionistas que permanecem titulares das ações, visto que arcaram com os prejuízos decorrentes da conduta ilegal e, em seguida, com a indenização imputada à sociedade²⁹³.

Como previamente exposto, o problema vem sendo alvo de discussões nos Estados Unidos e levanta questionamentos sobre quais incentivos são criados ao penalizar duplamente os acionistas e a companhia²⁹⁴. Nesse sentido, ao analisar o sistema americano que ora se pretende importar para o Brasil, Pereira também chega à conclusão de que a tese cria uma dupla penalização:

“O modelo norte-americano de cumprimento forçado da legislação de mercado de capitais é, sob certa ótica, perverso, pois protege os acionistas sancionando os próprios acionistas, na medida em que a maior parte das indenizações pagas a investidores decorre de indenizações securitárias ou pagamentos feitos pela própria companhia, e que, em última análise, são indiretamente financiados pelos próprios acionistas. Ocorre assim o que se chama de *pocket-shifting* ou, em uma tradução literal, mudança de bolsos. Esse estado de coisas levou a que se defendesse (i) o aumento da responsabilidade dos administradores e agentes secundários (os chamados *gatekeepers*, como contadores, bancos de investimento, advogados, assessores financeiros) e (ii) a limitação da responsabilidade das companhias, o que levaria ao redirecionamento de partes das demandas hoje endereçadas às companhias, a tais administradores e agentes secundários. Isso, por sua vez, levaria a um maior efeito de prevenção, pois são os *gatekeepers* quem, segundo defende essa doutrina, melhor podem impedir ilícitos corporativos. Defende-se, assim, que talvez o efeito de desestímulo (*deterrence*) à prática de ilícitos fosse mais efetivo se aumentasse a responsabilidade de administradores e *gatekeepers* (auditores, advogados, bancos de investimento, etc.). Existem estudos empíricos que sugerem que companhias envolvidas em processos que discutem fraudes em mercado de capitais (especialmente *class actions*) sofrem uma penalidade substancial de mercado: perdem valor em decorrência do dano reputacional e têm maiores riscos de enfrentar crises financeiras em razão do pagamento de acordos. Esse também é um fundamento pelo qual teóricos sugerem que essas ações deveriam ser direcionadas a administradores, consultores e outros indivíduos que têm responsabilidade pelo ilícito, e não à companhia”²⁹⁵

²⁹³ “Critica-se a ‘circularidade’ das indenizações: como a companhia deverá pagá-las, os acionistas que não ingressaram na Justiça serão indiretamente prejudicados” (EIZIRIK, Nelson. “*Deve a Companhia Aberta Indenizar danos por Atos Ilegais de Administradores?*”, veiculado na revista Capital Aberto em 16 de outubro de 2020. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/>>.).

²⁹⁴ “When damages are imposed on the corporation, they essentially fall on diversified shareholders, there by producing mainly pocket-shifting wealth transfers among shareholders”. COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>.

²⁹⁵ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 90-91.

Vale destacar que Fábio Ulhoa²⁹⁶, em parecer elaborado sobre o caso da Petrobras, buscou refutar as críticas existentes quanto à possibilidade de responsabilização da companhia.

O primeiro ponto abordado refere-se à ausência de previsão expressa quanto à possibilidade de responsabilização da sociedade. Nesse sentido, Fábio Ulhoa entende que a ausência de previsão expressa não implica na proibição de se buscar a responsabilização da companhia, logo, diante da omissão devem ser aplicadas as disposições gerais do Código Civil.²⁹⁷

A segunda crítica refutada pelo doutrinador refere-se à alegação de que, ao final, o próprio acionista acabaria arcando com os custos da indenização paga pela Companhia. Segundo Fábio Ulhoa, de início há que se considerar que o acionista tem capacidade para realizar uma análise de interesse e de risco quanto ao ajuizamento da ação, de forma que não é possível vedar a responsabilização da sociedade sob a premissa de que poderia gerar um dano ao acionista.

Ademais alega que tal crítica vai de encontro com as definições de autonomia patrimonial das pessoas jurídicas e a diferença entre o valor patrimonial da sociedade e o preço de cotação das ações em bolsa.²⁹⁸

A terceira crítica abordada refere-se à diferença de tratamento entre os acionistas demandantes e os não demandantes. Aqui o principal ponto levantado por Fábio Ulhoa é o fato de que a companhia tem direito de regresso contra aquele que causou o dano de forma direta, logo, não caberia à sociedade arcar com os custos.²⁹⁹

Ao analisar a possibilidade de responsabilidade da companhia, Arnoldo Wald também alega a possibilidade de regresso da sociedade em face de seus administradores e controladores como o principal fator de mitigação dos danos indiretos³⁰⁰.

²⁹⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer, p, 183. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

²⁹⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer, p, 184. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

²⁹⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer, p, 186. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

²⁹⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer, p, 187. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

³⁰⁰ 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*. p. 129. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

Contudo, há que se observar que, ainda que a companhia alcance o êxito na ação de regresso, é pouco provável que consiga recuperar todo o valor pago a título de indenização por meio de uma ação ajuizada em face de uma pessoa física.

Dando continuidade às críticas enfrentadas, Fábio Ulhoa refuta a alegação de que os doutrinadores estariam buscando a importação da teoria *Fraud on the Market*. Nesse sentido, o autor defende que, o que se busca não é a importação idêntica e precisa de uma teoria, mas, sim, possibilitar a reparação dos danos sofridos por meio da responsabilização da companhia. Assim, defende que, se a teoria americana vem sofrendo críticas, outros formatos e novas teorias podem ser desenvolvidas para mitigar o risco, contudo, tal cenário não invalidaria a necessidade de proteção dos direitos dos investidores³⁰¹.

Por fim, a última crítica abarcada é quanto à dificuldade de se apurar o dano. Nessa linha, assim como delimitado quanto à importação da teoria, o autor alega que a dificuldade de se apurar o dano não deve ser acolhida como argumento para afastar a necessidade de proteção³⁰². Ademais, ressalta que hoje já existem mecanismos econométricos adequados para apurar o dano causado pela divulgação de informações falsas ou omissas, logo, a dificuldade não é mais vislumbrada.

Como visto, os expoentes sobre a possibilidade de responsabilização da companhia não tratam o tema como uma exata importação da teoria americana, mas buscam na legislação brasileira o espaço e a chancela para alcançar no Brasil o ressarcimento que hoje já ocorre nos Estados Unidos.

Assim, em que pese o tema ainda demande vasta discussão, há que se analisar se a estrutura de incentivos criada no mercado americano é compatível com a realidade brasileira e se é adequada para alcançar o objetivo almejado, qual seja, a reparação dos danos causados aos acionistas minoritários em decorrência de condutas ilegais perpetradas nas companhias. Dessa forma, é necessário refletir sobre a adequação da importação do modelo jurídico americano e a sua compatibilidade com a realidade do ordenamento jurídico brasileiro³⁰³.

³⁰¹ COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer, p. 188. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

³⁰² COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer, p. 189. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

³⁰³ “*Sei bem do perigo da importação de doutrinas jurídicas e exemplos estrangeiros para o e no debate sobre o direito brasileiro. Tenho insistido em que não existe o direito, existem apenas os direitos. E o nosso direito é muito nosso, próprio a nossa cultura. A ponto de afirmarmos a necessidade de uma antropofagia jurídica, à moda de Oswald de Andrade.*” GRAU, Eros Roberto. Atualização da Constituição e mutação constitucional. *Revista Acadêmica da Escola de Magistrados da Justiça Federal da 3ª Região*, ano I, n.º 01, p. 60-75, jun./ago. 2009. São Paulo: EMAG, 2009. p. 73.

CONCLUSÕES

Conforme exposto ao longo da dissertação, o presente trabalho teve como objetivo analisar em que medida os mecanismos, públicos e privados, existentes na legislação brasileira permitem que os acionistas minoritários alcancem a reparação civil em face das condutas lesiva perpetradas pelos administradores e controladores no âmbito das companhias brasileiras.

O desenvolvimento da dissertação permitiu observar que, os art. 159 e 246 da Lei das S.A., fundado na possibilidade de responsabilização dos administradores e controladores por meio da teoria institucionalista, trouxeram para a legislação brasileira os mecanismos judiciais capazes de possibilitar o ajuizamento da ação de reparação de danos, seja em face do administrador ou do controlador.

A legislação também assegura ao acionista alcançar a reparação dos danos sofridos por meio de mecanismos extrajudiciais, tais como a arbitragem societária prevista nos arts. 109 e 136-A da Lei 6.404/76 e o termo de compromisso junto à CVM, previsto no §5º do art. 11º da Lei 6.385/76.

Na mesma linha, os mecanismos de reparação civil não se esgotam na seara privada, de modo que a Lei 7.913/89 prevê o ajuizamento de ação civil pública com o objetivo de alcançar as medidas necessárias para assegurar a indenização dos danos causados aos investidores do mercado de valores mobiliários.

Conclui-se, assim, que existem na legislação brasileira mecanismos públicos e privados que, em tese, possibilitam a parte lesada alcançar a indenização que lhe for cabível. Logo, o que se observa é que não estamos diante da hipótese em que a legislação brasileira é omissa quanto aos mecanismos existentes para alcançar a responsabilidade civil dos administradores e controladores. Todavia, em que pese a previsão expressa de mecanismos de reparação civil, privados e públicos, na legislação brasileira, na prática, os acionistas, seja em nome próprio ou em nome da companhia, enfrentam desafios políticos, econômicos e legais para alcançar a efetiva reparação dos danos a eles causados. Ou seja, existem desafios e entraves práticos que não foram contornados ou solucionados pela legislação nacional que impedem o ajuizamento das ações previstas na legislação ou o seu êxito.

Nesse sentido, ao abordarmos os mecanismos de reparação civil previstos na legislação brasileira (2), apurou-se a existência de 15 (quinze) desafios enfrentados pelos acionistas para alcançar a indenização pelos danos sofridos, sendo eles: (i) desafios para a inclusão da matéria

na pauta da assembleia; (ii) desafios decorrentes da necessidade de deliberação positiva pelo controlador para o ajuizamento da ação social; (iii) desafios decorrentes da possibilidade de exoneração da responsabilidade dos administradores; (iv) desafios decorrentes do reduzido benefício econômico para os acionistas nas ações sociais; (v) desafios decorrentes dos custos para ajuizar a ação; (vi) desafios relacionados à exigência de quórum mínimo para as ações sociais; (vii) desafios para a produção probatória; (viii) desafios para a distribuição do prêmio nas ações em face do controlador; (ix) desafios decorrentes da necessidade de depósito caução para o ajuizamento da ação em face do controlador; (x) desafios decorrentes da delimitação dos danos diretos e indiretos; (xi) desafios decorrentes da ausência de legitimidade para participar do TC junto à CVM; (xii) desafios decorrentes da legitimidade para a propositura do acordo; e (xiii) desafios decorrentes da destinação do valor da ação.

Sob a perspectiva da legislação americana, observou-se que o arcabouço jurisprudencial fixou os mecanismos que possibilitam a reparação dos danos sofridos pelos acionistas minoritários. Na mesma linha dos instrumentos previstos na legislação brasileira, as ações cabíveis nos EUA se subdividem de acordo com o titular do dano sofrido, ou seja, a natureza do dano e o patrimônio atingido também afetam o mecanismo a ser utilizado para fins de reparação.

Para o presente trabalho, a perspectiva adotada nos permitiu observar os desafios enfrentados nos EUA, mas, em especial, compreender eventuais pontos da legislação americana que podem ser incorporados pela legislação nacional com o objetivo de conferir maior segurança jurídica para aqueles eventualmente prejudicados por uma conduta irregular perpetrada no âmbito de sociedades anônimas.

Nesse sentido, sob a perspectiva das ações sociais, verificamos que duas especificidades previstas na legislação americana podem auxiliar a mitigar alguns desafios enfrentados no Brasil. A primeira refere-se ao chamamento da companhia para o processo, ou seja, ao prever que um dos objetivos da ação social é o chamamento ao processo, transfere-se para a sociedade parte dos ônus atualmente alocados nos acionistas, logo seria possível mitigar os custos assumidos pelos investidores e os entraves existentes para a produção probatória.

Na mesma linha, outro ponto de relevante diferença é quanto à necessidade de deliberação prévia pela assembleia geral para o ajuizamento da ação. Ao possibilitar ao acionista justificar as razões pelas quais a deliberação da assembleia não produziria os efeitos esperados, dispensando a sua realização, a experiência americana poderia auxiliar na mitigação dos desafios enfrentados pelos acionistas para a convocação da assembleia geral.

Em relação à ação que questiona os danos causados diretamente aos acionistas surge a principal divergência entre as legislações brasileira e estadunidense, qual seja, a aplicação da teoria fraud on the market que possibilita a presunção de responsabilidade da companhia. Dessa forma, possibilita o ajuizamento de ação pelos acionistas em face da sociedade e não apenas de seus administradores.

A possibilidade de incorporação da teoria fraud on the market vem sendo analisada pela doutrina e tem como objetivo viabilizar (i) a possibilidade de reconhecer a existência de danos diretos aos acionistas pela companhia; e (ii) reconhecer a companhia como responsável pelo dano e não mais como mera vítima. Em que pese as alterações de entendimento propostas, os autores defendem que não buscam criar uma ação, mas demonstrar que a legislação brasileira, por meio de seus institutos gerais, permite a responsabilização direta da sociedade por parte de seus acionistas.

O que se observou quanto à proposta de incorporação da teoria fraud on the market é que, em uma primeira análise, poderia representar a redução dos desafios existentes para os acionistas brasileiros, em especial por viabilizar a utilização de um mecanismo semelhante às class actions. Todavia, a interpretação pode implicar na criação de novos desafios.

Conforme apontado no capítulo 4 desta dissertação, as discussões até então travadas não concentram a atenção para um ponto central, qual seja, o impacto indireto no patrimônio dos acionistas causado pela obrigação de a companhia arcar com a indenização, imputando um duplo prejuízo para a sociedade e indiretamente para seus investidores.

Assim, há que se analisar se os desafios que poderão decorrer da incorporação da teoria americana são menores do que os atualmente enfrentados, visto que ficaríamos diante de um cenário em que os atuais riscos seriam apenas substituídos por novos entraves existentes nos Estados Unidos.

Ante o exposto, a presente dissertação confirmou a hipótese inicialmente traçada, de que, à luz das normas brasileiras, o acionista minoritário não possui mecanismos, públicos e privados, eficazes para concretizar o seu direito material ao ressarcimento decorrente de atos ilegais cometidos pelos administradores e controladores.

Isto pois, em que pese a previsão legal de mecanismos que, em tese, possibilitam a reparação dos danos causados aos acionistas, na prática são enfrentados diversos desafios que acabam por impossibilitar o êxito em uma eventual ação de reparação civil ajuizada pelos acionistas em face dos administradores e controladores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAKEN, Anne Van. Shareholder Suits as a Technique of Internalization and Control of Management: A Functional and Comparative Analysis.” *Rabels Zeitschrift Für Ausländisches Und Internationales Privatrecht / The Rabel Journal of Comparative and International Private Law*, vol. 68, no. 2, 2004, pp. 288–327. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/27878439>. Acesso em 9 dez. 2022.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 243- 244.

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.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, M.V. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneo*. São Paulo: Malheiros, 2011.

ARLEN, Jennifer; CARNEY, William J.. Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence. *University of Illinois Law Review*, v. 1992, nº 3, 1992.

BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.898-1.899. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>.

BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1977.

BEVILAQUA, Clovis, Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Rio de Janeiro: Ed. Rio, 1980.

BLACK, Barbara. A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions. N.C.L. Ver. v. 62, 1984.

BM&F BOVESPA. Bovespa mais nível 2. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/05/52/5D/7C/EEF606107D0F9606790D8AA8/Regulamento-de-Listagem-aplicacao-Sencoes-Pecuniarias-Bovespa-Mais-Nivel-2.pdf>. Acesso em 9 dez. 2022.

BM&F BOVESPA. Regulamento Novo Mercado. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/81/15/35/22/3762F510ACF0E0F5790D8AA8/regulamento-do-novo-mercado-vigente-apos-06022006.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2022.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14ª ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BORGES, L. V. ; BERNARDES, L. P. ; AZEVEDO, L. A. N. de M. ; PATELLA, L. A. .
Deveres Fiduciários dos Administradores. Vinculação dos Administradores a Acordo de
Acionistas.. In: Mauro Rodrigues Pentead e Eduardo Secchi Munhoz. (Org.). Mercado de
Capitais Brasileiro. 1ªed.São Paulo: Quartier Latin, 2012, v. , p. 225-248.

BRANDÃO. Helena H. Nagamine. *Introdução à análise do discurso*. 2. ed. Campinas:
Unicamp, 1993.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial. *REsp nº 1.214.497/RJ*. Quarta
Turma. Relator: Min. João de Otávio de Noronha. Relator para Acórdão: Min. Raul Araújo.
Brasília, 23 de set. 2014. Disponível em:
https://processo.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=201001717553&dt_publicacao=06/11/2014. Acesso em 9 dez. 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 16.410-SP, 4ª T., rel. Min. Sálvio
de Figueiredo, 14 de dez. de 1992.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 798.264-SP, 32 T., rel. p/ ac.
Min. Nancy Andrighi, j. 06 de fev. 2007.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp: 1002055 SC 2007/0256617-7, Relator:
Ministro Aldir Passarinho Junior, Data de Julgamento: 09/12/2008, T4, Data de Publicação:
DJe 23/03/2009.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Resp. 113.446, 1ª Turma, RTJ 126/754.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp n. 1.313.725/SP, relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 26/6/2012, DJe de 29/6/2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/0097. Relatora: Maria Helena Santana, j. em 15 mar. 2007.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº RJ2002/1173. Relatora: Norma Jonssen Parente, j. em 2 out. 2003.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02. Relatora: Norma Jonssen Parente, j. em 12 fev. 2004.

BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em:<
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm> . Acesso em 16 jul. 2019.

BRASIL. *Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989*. Disponível em:[L7913 \(planalto.gov.br\)](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm). Acesso em 9 dez. 2022.

BRASIL. *Lei nº 10.406, 10 de janeiro de 2002*. Disponível em:
https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em 9 dez. 2022.

BRASIL. *Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015*. Disponível em:
https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2015/lei/113105.htm. Acesso em 9 dez. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976.*

Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº 351, de 31 de outubro de 1988.*

BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.* Disponível em

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em 9 dez. 2022.

BRASIL. Congresso Nacional. *Decreto nº 1.306, de 09 de novembro de 1994.* Brasília: 09 nov. 1994.

BRASIL, Conselho Nacional De Justiça. *Justiça em números.* Brasília: CNJ. 2021. Disponível em: <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2021/09/relatorio-justica-em-numeros2021-12.pdf>. Acesso em 9 dez. 2022.

BRASIL, Comissão De Valores Mobiliários. *Deliberação CVM 390/2001, com redação da Deliberação CVM 486/2005.*

BRASIL, Comissão De Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2006/5822.* Relator Diretor Pedro Marcilio Oliva de Sousa. Julgado em 25.10.2006.

BRASIL, Comissão De Valores Mobiliários. *Recomendação da CVM sobre governança corporativa.* Jun. 2002. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2022.

BRASIL, Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod_resource/content/1/Livro_Codigo_Melhores_Praticas_GC.pdf. Acesso em 9 dez. 2022.

BRASIL, Ministério Da Economia. Secretaria Especial de Fazenda. Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro. Relatório Preliminar. Out. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/fortalecimento-dos-meios-de-tutela-reparatoria-dos-direitos-dos-acionistas-no-mercado-de-capitais-brasileiro-relatorio-preliminar-cvm-ocde-spe-m-outubro-2019>. Acesso em 9 dez. 2022.

BUCHANAN, J. M., Public Goods in the Theory and in Practice:, a Note on the Minasian-Samuelson Discussion. *The Journal of Law and Economics* , vol. 10, 1967.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador. In: YARSHELL, Flávio Luiz. Pereira, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, v. 2, 2015. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2126070/mod_resource/content/1/BUSCHINELLI%20BRESCIANI%20Aspectos%20Processuais%20da%20Ac%CC%A7a%CC%83o%20de%20Responsabilidade%20do%20Controlador.pdf. Acesso em 9 dez. 2022.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Arts. 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CALABRESI, Guido. Transaction costs, resource allocation and liability rules – a comment. *The Journal of Law and Economics*, v. 11, p. 67-73, 1968. p. 71-72. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4752&context=fss_papers>.

CAMPINHO, Sérgio. Ações Social e individual. p. 979. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CAMPINHO, Sérgio. Aprovação das contas e exoneração dos administradores. p. 987-990. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1253.

CARVALHOSA, Modesto. *A nova lei de sociedades anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977. p. 127.

CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico, p. 27. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v.3. 5. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p.473.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 2. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v.3.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2

CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Law & Business, 1986.

COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer, p, 183. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. Volume 2 (Direito de Empresa). São Paulo: Saraiva, 2007.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2.

COFFEE JR., John C. *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*. *The Business Lawyer*. v. 60, 2005, n. 533, 546.

COFFEE JR., John C. *Entrepreneurial Litigation: its rise, fall and future*. Londres: Harvard University Press, 2015.

COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>.

COFFEE JR., John C. *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*. *The Business Lawyer*. v. 60, 2005, n. 533.

COMPARATO, Fábio Koder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Forense: Rio de Janeiro, 2005.

CORDEIRO, Antônio Menezes. *A lealdade no Direito das Sociedades*, *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, Dez. 2006.

CORNELL UNIVERSITY. “Cornell University Law School- legal information Institute”: Disponível em:<[https:// www.law.cornell.edu/wex/shareholder_derivative_suit](https://www.law.cornell.edu/wex/shareholder_derivative_suit)>

CORREA-LIMA, Ormar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro, Aide, 1989.

CORREA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

DEL. J. CORP. L. 199, 214 n.56 (2010). *Disponível em:*

<http://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1097&context=bjil>

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Conflitos Societários e arbitragem: considerações sobre a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro: doutrina, cases e materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

DINAMARCO, Cândido Rangel. "Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários-questões processuais", In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, v.2. 2015.

DINAMARCO, Cândido Rangel. *Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários-questões processuais*. In: *Processo Civil Empresarial*. São Paulo: Malheiros, 2014,

DINIZ, Maria Helena. *Curso de Direito Civil Brasileiro: Responsabilidade Civil*. V. 7. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

EIZIRIK, Nelson. *Inexistência de impedimento do administrador na ação social uti singuli*. Aspectos modernos do direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

EIZIRIK, Nelson. “*Deve a Companhia Aberta Indenizar danos por Atos Ilegais de Administradores?*”, veiculado na revista Capital Aberto em 16 de outubro de 2020. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/>>.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v.2. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v.3. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 3, 2. Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico* – Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

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 (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 244 (1998). Disponível em: < <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>>

FAMA, Eugene Francis. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. K. Gin. V. 25, 1970.

FONSECA, Vinícius Dias. Estrutura acionária e medidas privadas de enforcement: reflexões sobre o futuro do direito societário brasileiro. 2021. Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3874041. Acesso em: 9 dez. 2022.

FOX, Merritt B.. Understanding Dura. *Columbia Law and Economics Working Paper n.º. 279*. Ago. 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=764432>>.

FOX, Merritt B. Halliburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price. *The Business Lawyer*. v. 70, 2015.

FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FRAZÃO, Ana. Ação Social de Responsabilidade Civil: Legitimados Ativos. P. 984-985. *In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FRAZÃO, Ana. Repercussões da autorização e da retificação de atos da administração pela assembleia geral. p. 990-994. *In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FRAZÃO, Ana. A questão do ônus da prova. p. 994-997. In: FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FRAZÃO, A.; COELHO, F. U.; MENEZES, M. M.; CASTRO, R. R. M.; CAMPINHO, S.. *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Coordenação Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FREITAS, Paulo Henrique de Souza. *Arbitragem e Segurança Jurídica no Novo Mercado Brasileiro*. In: RIPE – Revista do Instituto de Pesquisas e Estudos, v. 1, n. 46. Bauru, 2006.

FURLAN FILHO, Antônio Moacir. A extensão da cláusula arbitral estatutária aos administradores e conselheiros não acionistas. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 49, abril - junho, 2016.

GIDI, Antônio. *A class action como instrumento de tutela coletiva dos direitos: as ações coletivas em uma perspectiva comparada*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo, v. 5. 2002.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review*. v. 70, 1984.

GOLDBERG, John C. P.; SEBOK, Anthony J; ZIPURSKY, Benjamin C. The place of reliance in fraud. *Arizona Law Review*. v. 48, 2006.

GONTIJO, Bruno Miranda. Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores. *As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais. Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/DIRS-BCDH95/1/gontijo_bruno_miranda_disserta_o.pdf. Acesso em: 9 dez. 2022.

GORGA, Érica. *The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: the case of brazilian corporations and the ‘double circularity’ problem in transnational securities litigation*. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/>..

GRAU, Eros Roberto. Atualização da Constituição e mutação constitucional. *Revista Acadêmica da Escola de Magistrados da Justiça Federal da 3ª Região*, ano I, n.º 01, p. 60-75, jun./ago. 2009. São Paulo: EMAG, 2009.

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.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Conflitos de interesse entre sociedades controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. V. 22, n. 5, jul/set 1983.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares . Impedimento de administrador em ação social. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro* , v. 1, p. 23-28, 1982.

HANSEN, Charles. *The Duty of Care, the Business Judgment Rule, and the American Law Institute Corporate Governance Project*. In: *Business Lawyer*. v. 48, 1992-1993.

HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*. 5 ed. Saint Paul: West Group, 2000.

KEYNES, Jonh Maynard. *Essays in persuasion by Jonh Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011.

KULESZA, Gustavo Santos e PEREIRA, Thais Vieira de Souza. Ação Anulatória de Sentença Arbitral. Extensão da Cláusula Compromissória a Contrato Coligado com Cláusula de Eleição de Foro. Coligação Como Requisito Autônomo Insuficiente para a Extensão da Cláusula Compromissória. Elementos Determinantes para a Extens. *Revista Brasileira de Arbitragem*, v. 61, n. 16, 2019.

LANGEVOORT, Donald. Capping Damages for Open-Market Securities Fraud. *Arizona Law Review*, v. 38, 1996.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Comentários a Lei das Sociedades Anonimas*, São Paulo: Saraiva, 1980, v. 2, n. 232.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A prévia deliberação assemblear como condição de "legitimatío ad causam" na ação social*. Revista de Direito Mercantil, nº 100, Out.-Dez. de 1995.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem*. Company liability concerning disinformation and arbitration.

RARB, Vol. 50, jul/set, 2016. Disponível em:

http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RArbMed_n.50.19.PDF. Acesso em 9 dez. 2022.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral, p. 49-80. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A prévia deliberação assemblear como condição de "legitimatío ad causam" na ação social*. Revista de Direito Mercantil, nº 100, Out.-Dez. de 1995, p. 98.

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", p. 711-724. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (orgs.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

LEMON, Margaret. "Special Incentives to Sue". In: *Minnesota Law Review*, v. 95, 2011, p. 782-845.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, vol. 2, 2009.

MARÇAL, Justen Filho. Parecer sobre a responsabilidade direta da sociedade de economia mista por danos acarretados aos investidores. p. 203-278. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

MARTIN, Denise N.; JUNEJA, Vinita M.; FOSTER, Todd S.; DUNBAR, Frederick C. Recent Trends IV: What Explains Filings and Settlements in Shareholder Class Actions. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*. v. 5, 1999, n. 121.

MARTINS, Fran. A ação individual de responsabilidade civil. In: *Novos estudos de direito societário (sociedades anônimas e sociedade por quotas)*. São Paulo: Saraiva, 1988.

MARTINS-COSTA, Judith; PARGENDLER, Mariana Souza. Usos e abusos da função punitiva. *Revista CEJ*, Brasília, n. 28, p. 15-32, mar. 2005.

MATHIS, Klaus. Efficiency instead of justice? Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law. *Law and Philosophy Library*, v. 84. New York: Springer, 2009.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Mandado de Segurança*. 30. ed. atualizada por Arnaldo Wald e Gilmar Ferreira Mendes. São Paulo: Malheiros, 2007.

MEIRELLES, Hely Lopes. Mandado de Segurança. 28. ed. São Paulo: Malheiros, 2005.

MENDES, Helio Rubens. Artigo 7º. In: CODORNIZ, Gabriela; PA TELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MENDES, Givago Dias. Mecanismos judiciais de proteção ao investidor nas sociedades anônimas e mercado de capitais: uma análise comparativa entre o direito brasileiro e do direito norte americano. Revista da Faculdade de Direito da AJES, v. 8, n. 15, 2019.
Disponível em: <https://www.revista.ajes.edu.br/index.php/iurisprudencia/article/view/238/198>.
Acesso em 9 dez. 2022.

MEYER, Antônio Correa; CARVALHO, Eliane Cristina. Cláusula Compromissória e o administrador das sociedades anônimas. Revista do Advogado, São Paulo, n. 119.

MONTENEGRO, Antônio Lindbergh C. Ressarcimento de Danos. 8. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: Por um Critério Unitário do "Conflito de Grupo". Almedina, 1ª ed., 2021.

OLIVEIRA, Carlos Alberto Alvaro de; LACERDA, Galeno. Comentários ao Código de Processo Civil, v. 8, t. 2: arts. 813 a 889. Rio de Janeiro: Forense, 1991.

PALMITER, Alan R. *Corporations: Examples and Explanations*, 6^oed, Wolters Kluwer, 2009.

PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PATELLA, L. A.. Responsabilidade do Acionista Controlador por Omissão. In: Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis Andre Azevedo, Marcus de Freitas Henriques. (Org.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e outros temas. Homenagem a Nelson Eizirik*.. 1ed.São Paulo: Quartier Latin, 2019, v. 1, p. 755-775.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Ação social e individual. Cabimento e prescrição. Arts.159 e 287 da Lei das S/A. Jurídico.09 abr.1987. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995, v.II.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995, v.II.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por Ações*. São Paulo, Ed. Saraiva, v. 5, 1973.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Assinamos acordo para encerrar class action nos EUA*. 8 jan. 2018. Disponível em: <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/assinamos-acordo-para-encerrar-class-action-nos-eua.htm>. Acesso em: 9 dez. 2022.

PRADO, Viviane Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. Disponível em: https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em 31 jul. 2019.

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*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidor por Termo de Compromisso. P. 823-843. In: YARSHELL, Flavio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). *Processo Societário*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PRADO, Viviane Muller. Ressarcimento de Acionistas por Informação falsa. In: ROS SETTI, 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. P. 365-427. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PRITCHARD, Adam C; FERRIS, Stephen P.. Stock Price Reactions to Securities Fraud Class Actions Under the Private Securities Litigation Reform Act. *Michigan Law and Economics Research Paper*, nº. 01-009, Out. 2001. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=288216>>.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Seeing through the smoke: Securities litigation study*. “Figure 14: Percentage of Securities Class Actions naming particular officers or committees, 2013-2017”. Abril 2018. Disponível em: <<https://www.pwc.com/us/en/forensic-services/assets/securities-litigation-study-seeing-through-the-smoke.pdf>>.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de direito empresarial, cit., vol. 3.

PUGLIESE, Antônio Celso Fonseca; SALAMA, Bruno Meyerhof. A economia na arbitragem: escolha racional e geração de valor. In: Revista Direito GV. São Paulo 4(1). 2008.

REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 1984.

RIPERT, Georges. *Tratado Elemental de Derecho Comercial*. v. II. Tradução: Felipe de Sola Cañizares. Buenos Aires: TEA, 1954.

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*. 2011. 173f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. Disponível em: [https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%
%83O_FINAL_28_11_20111.pdf](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8813/DISSERTA%c3%87%c3%83O_FINAL_28_11_20111.pdf). Acesso em 9 dez 2022.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

SALAMA, B. M.; PRADO, V.M.. Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas. **Artigos Direito GV: working papers**, FGV Direito SP, São Paulo, n. 63. dez. 2010. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7779/Working%20paper%2063.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 9 dez. 2022.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SIMON, Herbert. *Comportamento administrativo. Estudo dos processos decisórios nas organizações administrativas*. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro. GB, 1965. Disponível em: <https://pt.scribd.com/document/399935609/LIVRO-Comportamento-Administrativo-Herbert-Simon>

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

TEPEDINO Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES Gisela Sampaio da Cruz. *Responsabilidade Civil. Fundamentos do Direito Civil*, v.4. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Case n° 14-CV-09662*. Disponível em: <http://www.petrobrassecuritieslitigation.com/docs/JAL%20Declaration.pdf>. Acesso em 9 dez. 2022.

UNITED STATES COURTS. *Federal Rules Of Civil Procedure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/sites/default/files/rules-of-civil-procedure.pdf>>..

U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. *Public Papers of the Presidents of the United States – Franklin D. Roosevelt*. v. 2. Washington, 1933, p. 93-94.

U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. *17 CFR 240.10B-5 - Employment of manipulative and deceptive devices*. Disponível em: <<https://www.gpo.gov/fdsys/granule/CFR-2011-title17-vol3/CFR-2011-title17-vol3-sec240-10b-5>>.

UNITED STATES COURTS. *Tooley v. Donaldson Lufkin & Jenrette Inc.*, 845 A.2d 1031 (Del. 2004). Disponível em <https://casetext.com/case/tooley-v-donaldson-lufkin-jenrette>.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 2. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, v. 2, 1953.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, vol. 3, 1953

VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedade por Ações: Comentários ao Decreto-Lei nº 2.627/1940. V. II. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1942.

VENTURA, Raul; CORREIA, Luís Brito. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anônimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas: Estudo Comparativo dos Direitos Alemão, francês, Italiano e Português*; nota explicativa do capítulo II do Decreto-lei n 4.938 de 15 de novembro de 1969. Lisboa, Separata do Boletim do Ministério da Justiça, n. 192, 193, 194 e 195.

VIGLIAR, José Marcelo Menezes. Tutela Jurisdicional Coletiva. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

VIO, Daniel de Avila. *Grupos Societários: Ensaio sobre os Grupos de Subordinação, de Direito e de Fato, no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

ZACLIS, Lionel. Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

WALD, Arnaldo. *A Responsabilidade da Companhia Aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas*. p. 81-172. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018

WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária. Danos Causados Pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 1ª edição, 2019.