



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO
ESCOLA DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
FACULDADE DE DIREITO

MONOGRAFIA

ANÁLISE DA POSSIBILIDADE JURÍDICA DE RESPONSABILIZAÇÃO DE
COMPANHIAS ABERTAS POR DANOS CAUSADOS A INVESTIDORES

PEDRO MIRANDA GOMES

Rio de Janeiro
Julho/2019

MIRANDA GOMES, Pedro.

Análise da possibilidade jurídica de responsabilização de companhias abertas por danos causados a investidores. / MIRANDA GOMES, Pedro. – 2019.

Monografia (graduação em Direito) – Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro, Centro de Ciências Jurídicas e Políticas, Faculdade de Direito.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a possibilidade jurídica de imputação de responsabilidade civil a companhias por prejuízos sofridos por seus investidores em razão da prática de atos ilícitos por parte de seus administradores sob a ótica do sistema da legislação societária nacional. Para tanto, após a contextualização do assunto, o trabalho se dedica a adentrar em uma análise da efetividade das tutelas indenizatórias dispostas na Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada, e na Lei n.º 7.913, de 7 de dezembro de 1989, conforme alterada. Em seguida, passa-se a uma exposição sobre o atual debate acerca da responsabilização de companhias abertas por prejuízos experimentados por seus investidores e, ao final, faz-se uma análise crítica a respeito desta tese à luz, especialmente, da experiência estrangeira.

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the legal possibility of imputation of civil liability to companies for losses suffered by their investors due to the practice of illegal acts by their managers pursuant to the national system of corporate law. In order to do so, after the contextualization of the subject, the work is dedicated to an analysis of the effectiveness of the indemnification treaties set forth in Law 6,404, dated December 15th, 1976, as amended, and Law No. 7,913, dated December 7th, 1989, as amended. Following, it presents the current debate about the liability of publicly held companies for losses experienced by their investors and, lastly, a critical analysis of this thesis is made in the light, especially of foreign experience.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. SISTEMA DE RESPONSABILIDADE NO DIREITO SOCIETÁRIO E DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	8
2.1. Ações indenizatórias previstas na Lei das S.A. (Lei n.º 6.404/76).....	12
2.1.1. Ações sociais de responsabilidade civil.....	12
2.1.2. Ação individual de responsabilidade civil	15
2.1.3. Ação em face do acionista controlador.....	17
2.2. A ação coletiva prevista na Lei n.º 7.913/89.....	21
2.3. A falta de efetividade do sistema de responsabilidade civil no direito societário brasileiro.....	24
3. PROPOSITURA DE AÇÃO INDENIZATÓRIA DIRETAMENTE EM FACE DA COMPANHIA.....	31
3.1. A responsabilidade da companhia aberta perante os investidores no ordenamento jurídico norte-americano	32
3.2. A responsabilidade da companhia aberta perante os investidores no ordenamento jurídico brasileiro	35
3.3. Críticas à responsabilização da companhia por prejuízos causados a investidores...	39
4. CONCLUSÃO	42
5. BIBLIOGRAFIA.....	44

1. INTRODUÇÃO

A deflagração de investigação criminal no âmbito da conhecida Operação Lava Jato trouxe à tona, nos últimos anos, o aviltante esquema de corrupção instalado na Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras” ou “Companhia”) durante o período que ficou marcado pela constante ingerência política em sua administração.

Além do vultoso prejuízo patrimonial causado em virtude dos ilícitos perpetrados por seus ex-administradores e por agentes políticos do alto escalão dos últimos governos, a Companhia também experimentou, com a ampla divulgação destas práticas no noticiário brasileiro e internacional, a forte desvalorização de seus papéis.

Como desdobramento lógico, investidores que haviam aportado seus recursos econômicos na Companhia sofreram graves danos decorrentes da depreciação de seus investimentos.

Com isso, diversas ações judiciais e arbitragens foram movidas por investidores contra a Petrobras, em especial no Estados Unidos, com o objetivo de que a Companhia os ressarcisse pelos danos sofridos, reflexamente, em virtude dos atos de corrupção praticados por sua administração.

Como principal fundamento de tais pleitos, tem-se recorrido à conhecida *Fraud on the Market Theory*, amplamente aceita na jurisprudência americana e segundo a qual, em mercados eficientes, os preços das ações negociadas refletem todas as informações disponibilizadas pela companhia emissora.

Nesse sentido, argumenta-se, em suma, que os investidores, caso tivessem ciência que os procedimentos de *compliance* divulgados não eram, de fato, observados e soubessem das práticas ilícitas em curso na Companhia, poderiam ter alienado ou até mesmo deixado de adquirir as ações de emissão da Petrobras de que eram titulares.

Nos Estados Unidos, a divulgação assimétrica e inconsistente de informações de forma fraudulenta encontra previsão expressa na *Rule 10b-5* editada pela *Securities and Exchange Commission* (“SEC”).

Ocorre que, lá, a possibilidade de que investidores promovam ações individuais ou coletivas em face de companhias investidas em busca de reparações por danos sofridos em função da inobservância dos comandos da *Rule 10b-5* é pacífica e respaldada na legislação e jurisprudência processual americana¹.

No Brasil, por sua vez, a Lei n.º 7.913, de 12 de dezembro de 1989 (“Lei n.º 7.913/89”) traz previsão semelhante ao dispor que o Ministério Público poderá mover ação civil pública para obter ressarcimento dos danos causados aos investidores em virtude de “omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”, sem prejuízo de eventual ação individual proposta pelo investidor prejudicado.

Contudo, embora a Lei n.º 7.913/89 reconheça a possibilidade de ação individual e a propositura de ação coletiva de natureza indenizatória, muito se tem discutido sobre a possibilidade de ser incluir a própria companhia no polo passivo de tais ações, imputando-a, assim, responsabilidade pelos atos lesivos praticados por seus administradores.

Nesse contexto, surgiu, então, o relevante debate acerca do regime jurídico da responsabilidade civil das companhias abertas à luz da legislação societária vigente no ordenamento brasileiro.

Diante disso, o presente trabalho se propõe a realizar uma análise sistemática do regime jurídico de responsabilidade aplicável às companhias abertas brasileiras e dos variados posicionamentos doutrinários a respeito do tema, de modo a verificar se, de fato, há ou não a possibilidade de se propor ações individuais e coletivas diretamente em face das companhias por prejuízos causados a seus investidores em decorrência da divulgação incompleta, parcial, tendenciosa e fraudulenta de informações ao mercado, em violação ao princípio do *full and fair disclosure*.

¹ *Rule 17 da Federal Rules of Civil Procedure*.

2. SISTEMA DE RESPONSABILIDADE NO DIREITO SOCIETÁRIO E DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Para iniciar a análise do sistema de responsabilização no direito societário brasileiro a que o presente estudo se propõe, é necessário esmiuçar cada uma das tutelas indenizatórias expressamente previstas pela legislação societária, em especial, pela Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada (“Lei das S.A.”), para, em seguida, analisar a crescente discussão acerca da possibilidade de imputação de responsabilidade às companhias por danos causados a investidores em decorrência de atos ilícitos praticados por seus administradores e controladores.

A esse respeito, é importante se ter em mente que a estrutura de responsabilização dos administradores das companhias deve sempre ser analisada à luz dos deveres fiduciários que lhes são impostos, visto que esta dualidade entre seus deveres e responsabilidade funciona “*como freio e contrapeso à liberdade de atuação e aos amplos poderes que [lhes] são conferidos [...] pela LSA*”².

A Lei das S.A., seguindo as mais modernas legislações societárias estrangeiras, acertadamente, optou por preservar a liberdade de atuação dos administradores e lhes conferiu atribuições e poderes privativos, bem como desenhou padrões de conduta gerais e abstratos a serem observados pelos profissionais que ocupam a administração de companhias³.

Em suma, conforme determinam os arts. 153 a 157 da Lei das S.A., os administradores devem, no exercício de suas funções, observar os seguintes deveres: (i) diligência, (ii) atuação nos limites das suas atribuições conferidos pela lei e pelo estatuto; (iii) lealdade; (iv) não intervenção em situações de conflito de interesse; (v) informar; e (vi) fiscalizar os demais administradores.

A esse respeito cumpre ressaltar que, embora a Lei das S.A. preveja outros deveres, como bem observado por Luiz Antonio de Sampaio Campos, a base de interpretação para

² CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Deveres e Responsabilidades*. LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias, 2ª edição, atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 869.

³ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 113.

apuração de responsabilidade dos administradores de companhias é, essencialmente, o dever de diligência⁴, dado que este é, na verdade, a base de todos os demais deveres fiduciários impostos aos administradores.

A Exposição de Motivos da Lei das S.A., ao tratar da seção referente aos deveres e responsabilidades dos administradores, apontou que as normas nesta seção contidas “*são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor - o do ‘homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios’ (§7º do art. 116 do Decreto-lei nº 2.627) e, em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos; formuladas, como se encontram, tendo presente a realidade nacional, deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos. Servirão, ainda, para caracterizar e coibir abusos*”⁵.

Outro *standard* essencial para compreensão do papel desempenhado por administradores de companhia encontra-se insculpido no art. 154 da Lei das S.A.⁶. Este dispositivo prescreve, aos membros da administração, individualmente, o exercício dos poderes atribuídos por lei e pelo estatuto para perseguir a satisfação dos interesses da companhia e não os seus próprios.

O padrão de conduta leal está relacionado, especialmente, à consecução do objeto social e fim lucrativo da companhia, bem como à confiança depositada pelos acionistas na atuação dos administradores, visando a defender os interesses da companhia e ponderando os interesses de terceiros relacionados com a companhia (*stakeholders*), servindo à companhia e não a utilizando para perseguir interesses particulares, obter ganho pessoal ou gerar benefício a terceiros⁷.

⁴ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Deveres e Responsabilidades*. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*, 2ª edição, atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 870.

⁵ Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.

⁶ 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.

(...)

⁷ EIZIRIK, Nelson et al., *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, 3.ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 456 e ss.

Os administradores de companhias estão, portanto, sujeitos a um complexo de direitos e obrigações que formam o estatuto jurídico dos administradores, cujo conteúdo deriva, em regra, da lei, dos estatutos e das deliberações sociais, podendo, ainda, derivar, extraordinariamente, de contratos ou decisões judiciais⁸.

A inobservância de tal estatuto jurídico pode, conseqüentemente, causar danos à companhia, aos acionistas desta e aos terceiros que com esta contratam, dando ensejo, então, ao surgimento da responsabilidade dos administradores transgressores do regime jurídico.

Nesse sentido, deve-se destacar, porém, que nem todo dano causado à sociedade é passível de reparação por seu administrador. Isso porque a Lei das S.A., em seu art. 158⁹, estabelece como regra geral que “*o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão*”, consagrando, assim, o princípio da “irresponsabilidade pessoal” do administrador.

Deste modo, tem-se que o administrador não responde com seu patrimônio pessoal por prejuízos causados em virtude de atos (i) compreendidos dentro dos limites das atribuições de seu cargo; (ii) realizados com observância à lei e ao estatuto social; e (iii) visando ao objeto social da companhia.

Entretanto, o administrador responde civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: (i) ainda que dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; ou (ii) em violação à lei ou ao estatuto social.

Em relação ao acionista controlador, por sua vez, a Exposição de Motivos da Lei das S.A. destaca que “[o] princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o [seu] comportamento [...], é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita

⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 52.

⁹ 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.
(...)

e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa - os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua”.

Para garantir tal ordem, o art. 117 da Lei das S.A. estabelece em seu *caput*¹⁰ que “o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder” e, em seguida, nas alíneas de seu §1º¹¹, lista, em caráter exemplificativo¹², condutas que se caracterizam como tal.

Adicionalmente, o art. 246 da Lei das S.A., visando a coibir que administradores de sociedades controladoras utilizem seus poderes para favorecer sociedades coligadas, controladoras ou controladas, dispõe que a sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados em abuso do poder de controle, em infração ao disposto no art. 116, em especial, no seu parágrafo único¹³, e no art. 117.

Feita esta breve apresentação sobre o regime de responsabilidade de administradores e controladores de companhias idealizado pela Lei das S.A., vejamos a seguir

¹⁰ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

¹¹ § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
- b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;
- f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber precedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
- h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

¹² Nesse sentido, a Exposição de Motivos da Lei das S.A. afirma: “*Exemplificando, no artigo 117, modalidades mais frequentes de exercício abusivo do poder pelo controlador, o Projeto não exclui outras hipóteses, que a vida e a aplicação da lei se incumbirão de evidenciar.*”

¹³ Art. 116. (...)

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

o tratamento específico dado pela lei societária às ações de responsabilidade no âmbito das sociedades por ações, previstas em seus arts. 117, 159 e 246.

2.1. Ações indenizatórias previstas na Lei das S.A. (Lei n.º 6.404/76)

2.1.1. Ações sociais de responsabilidade civil em face de administradores

A ação social de responsabilidade civil é aquela que visa a reparação de dano sofrido diretamente pela companhia e que, portanto, tem por objetivo último a reparação de seu patrimônio social comprometido pela atuação ilícita dos administradores¹⁴, isto é, como visto, aquela praticada com culpa ou dolo, ou fora de suas atribuições, em violação ao regime legal ou estatutário. A reparação, então, é devida à companhia.

Visando a tutelar tal pretensão indenizatória, o art. 159 da Lei das S.A. dispõe sobre os procedimentos para propositura da ação social, que se divide em duas modalidades: (i) a ação social *ut universi*, hipótese em que é proposta pela própria companhia; e (ii) a ação social *ut singuli*, quando proposta por intermédio de seus acionistas, na condição de substitutos processuais da sociedade, ou seja, agindo em nome próprio, mas em defesa dos interesses da companhia.

A ação social *ut singuli*, a seu turno, também se divide em duas modalidades: (i) ação social *ut singuli* substitutiva, aquela proposta pelos acionistas na condição de substitutos processuais derivados (art. 159, §3º, da Lei das S.A.)¹⁵; e (ii) ação social *ut singuli* derivada, hipótese em que a propositura é feita por acionistas na qualidade de substitutos processuais originários (art. 159, §4º, da Lei das S.A.)¹⁶.

A regra geral, insculpida no *caput* do art. 159 da Lei das S.A., contudo, confere à própria companhia a legitimidade originária da ação social de responsabilidade civil proposta

¹⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 307.

¹⁵ Art. 159. (...)

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral.

¹⁶ Art. 159. (...)

§ 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

em face de administradores que causarem dano ao seu patrimônio. Ou seja, a própria companhia faz valer o seu direito à reparação civil e ela mesma ingressa em juízo para obter tal pretensão¹⁷.

Nesse sentido, vale destacar os ensinamentos registrados por José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy:

*“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, 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.”*¹⁸

Como medida autorizativa da propositura da ação social, a Lei das S.A. impõe sua prévia deliberação pela assembleia geral de acionistas. Em linha com a sistemática da Lei das S.A. e amparado na melhor doutrina, o requisito consagra a supremacia e soberania do órgão social responsável por formar a vontade social da companhia. Dada a seriedade de tal medida, que pode, inclusive, desestabilizar a gestão da companhia, natural que assim fosse¹⁹⁻²⁰.

O requisito da aprovação assemblear para a propositura de ação social *ut universi*, embora possua um racional alinhado aos preceitos da Lei das S.A., poderia constituir verdadeira

¹⁷ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º volume: artigos 138 a 205. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 459.

¹⁸ PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração, Aplicação - Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 408.

¹⁹ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Deveres e Responsabilidades*. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias, 2ª edição, atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 888.

²⁰ No mesmo sentido, vale destacar o lecionado por Adamek: “A Lei das S.A. atribuiu privativamente à assembleia geral competência para deliberar sobre a matéria. Fê-lo porque é esse o órgão que, na organização societária, ocupa a posição de proeminência – tanto em razão de ser o responsável último da vontade social como por ser aquele que, direta ou indiretamente, define o preenchimento dos cargos dos demais órgãos – e ainda porque, embora o, poder de representação caiba privativamente à diretoria, não seria razoável dar aos administradores poderes para decidir sobre a sua própria sorte.” (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 312)

cláusula impeditiva do exercício da tutela indenizatória.

Isso porque, ainda que a propositura da ação social *ut universi* fosse aprovada pela assembleia geral de acionistas, a administração da companhia poderia se manter inerte ou atuar de maneira complacente com os administradores contra os quais a ação de responsabilização fosse aprovada, não ingressando ou postergando o ingresso em juízo para obtenção do ressarcimento pretendido pela sociedade.

Além disso, tendo em vista que a maioria dos administradores pode ser indicada pelo acionista controlador e, inclusive, os administradores, ao praticarem os atos que legitimam a propositura de ação de responsabilização, podem ter agido visando a atender interesses particulares de quem os elegeu, a aprovação da propositura da ação de que trata o *caput* do art. 159 da Lei das S.A. por maioria dos acionistas presentes em assembleia poderia restar dificultada.

Antevendo estas hipóteses, a Lei das S.A. previu a possibilidade de substituição processual da companhia por seus acionistas nas ações sociais *ut singuli* acima introduzidas²¹.

Como visto, a primeira hipótese de ação social *ut singuli* é aquela proposta por qualquer acionista, em substituição processual derivada, após o decurso do prazo de 3 meses, contados da data da deliberação assemblear que aprovou seu ajuizamento, sem que a administração da companhia tenha proposto a medida judicial. Nota-se, assim, que esta modalidade de ação social *ut singuli*, também conhecida como ação social substitutiva, visou justamente fornecer aos acionistas um mecanismo contra a desídia ou complacência dos administradores com aqueles contra os quais a assembleia autorizou o ajuizamento de ação de responsabilização²².

²¹ Conforme leciona Adamek, “[a] ação social *ut singuli* é marcada pela presença do instituto da substituição processual. Trata-se de mecanismo poderoso para tentar contornar a inércia da administração em promover a ação, quando ela é aceita, ou os conluíus entre os acionistas para postergá-la.” (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 368)

²² Segundo Leães, “o motivo de ordem prática dessa previsão legal é o de que, indiretamente, os danos causados à sociedade ‘pelos atos incriminados’ atingem aos acionistas, além de que a experiência mostra que o espírito de solidariedade entre os administradores leva-os muitas vezes a não acionar alguns dos seus membros, não obstante a autorização assemblear.” (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).

A segunda espécie de ação social *ut singuli* prevista pela Lei das S.A. é a ação social derivada, ou por substituição processual originária. Considerando o risco de conluio entre acionistas majoritários e administradores, em patente abuso de poder, confere-se a prerrogativa a acionistas que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital social para propositura da ação, ainda que a assembleia tenha deliberado de forma contrária. Ressalte-se que, neste caso, a rejeição da propositura da ação social *ut universi* pela assembleia geral de acionistas é requisito obrigatório para que esteja autorizado o ajuizamento desta modalidade de ação *ut singuli*, que constitui verdadeiro instrumento de tutela do acionista minoritário.

Deve-se lembrar, por fim, que, qualquer que seja a modalidade de ação social proposta, os resultados obtidos em decorrência de eventual sentença condenatória do(s) administrador(es) cabem à companhia, dado que o objeto da ação é a reparação do prejuízo causado ao patrimônio desta. Caso a ação tenha sido ajuizada em qualquer das modalidades *ut singuli* e, ao final do processo, tenha-se reconhecida a responsabilidade do(s) administrador(es), a companhia deverá ressarcir o acionista que a representou pelas despesas que incorreu (art, 159, §5º, parte final, da Lei das S.A.)²³.

2.1.2. Ação individual de responsabilidade civil em face de administradores

Além da ação social de responsabilidade civil, que, como visto, tem como objeto a tutela da integridade do patrimônio social da companhia, a Lei das S.A. também previu, no §7º de seu art. 159²⁴, medida judicial específica para os casos em que os acionistas sofram dano patrimonial direto em virtude de atos praticados por administradores. Assim, necessário destacar desde logo que o objeto da ação individual é a reparação do patrimônio do acionista prejudicado.

Neste caso, o acionista ingressa em juízo em nome próprio e pleiteando direito seu, isto é, a reparação de prejuízos pessoais sofridos por ato ou omissão do administrador

²³ Art. 159. (...)

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

²⁴ Art. 159. (...)

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

demandado. Por óbvio, os resultados obtidos em virtude de eventual sentença favorável ao pleito do demandante a este pertencem.

Além disso, outro aspecto interessante de ser destacado, e que decorre diretamente do fato de que, na ação individual, o demandante pleiteia em nome próprio a reparação de prejuízo causado a seu patrimônio particular, é que a propositura desta espécie de ação independe de qualquer deliberação da assembleia geral, uma vez que é estranha aos interesses da coletividade societária²⁵.

A grande questão atinente ao ajuizamento de ação individual de responsabilidade civil de administradores, entretanto, funda-se no requisito essencial de ser direto o dano ao patrimônio do acionista demandante. Ou seja, o dano não pode ser meramente reflexo do dano social experimentado pela companhia²⁶.

Isso porque o dano indireto decorre necessariamente de um dano social, cuja reparação deve ser obtida mediante o ajuizamento de qualquer das modalidades de ação social estudadas anteriormente.

Entretanto, a correta diferenciação entre os danos diretos e indiretos não é tarefa fácil e, por esta razão, a propositura de ações individuais não são frequentes.

Nesse sentido, a doutrina acertadamente destaca que, embora haja casos em que os acionistas visam a, por meio de ação individual, buscar reparação em virtude de oscilação na cotação das ações de companhias abertas, esta hipótese não constitui dano individual direto²⁷.

Diante de tamanha dificuldade na distinção da natureza do dano, como bem observado por Adamek, cabe ao julgador da ação individual de responsabilidade civil exigir do

²⁵ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º volume: artigos 138 a 205. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 472.

²⁶ Nesse sentido, Adamek, didaticamente, observa que o dano direto é aquele “sofrido pelo indivíduo que não seja corolário daquele sofrido pela companhia.” (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 390)

²⁷ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Deveres e Responsabilidades*. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias, 2ª edição, atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 911; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 394 e 395.

demandante da indenização a mais clara e contundente comprovação da natureza direta e individual do dano por este alegada como fundamento para seu ressarcimento, de modo a evitar que os acionistas possam burlar a regra de legitimação para o ajuizamento de ação social ou obter para si compensação que, na verdade, caberia à companhia²⁸.

2.1.3. Ação em face do acionista controlador

A Lei das S.A., por meio do parágrafo único de seu art. 116, bem como a regulamentação da CVM²⁹ determinam que o acionista controlador deve utilizar o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social e estabelecem deveres do controlador para com os acionistas minoritários, empregados da companhia e comunidade em que atua.

Quando o acionista controlador ou a sociedade controladora exercer abusivamente seu poder, utilizando-o para o atendimento de seus interesses particulares em detrimento dos interesses da companhia ou de seus acionistas minoritários, e disso decorrer qualquer dano, a quem quer que seja, deve o acionista controlador ou a sociedade controladora, portanto, repará-lo, conforme determinam os arts. 117³⁰ e 246³¹ da Lei das S.A..

Ressalta-se que, para ficar caracterizada a atuação abusiva do controlador, a ocorrência de dano é requisito obrigatório e essencial ao nascimento da obrigação de reparação, visto que sem dano não há responsabilidade civil. Assim, quando o acionista controlador praticar qualquer ato de natureza abusiva, mas deste não decorrer qualquer dano à companhia ou aos acionistas minoritários, a única sanção cabível é a anulação do ato ilícito³².

Contudo, muito embora a Lei das S.A. estabeleça claramente os deveres e responsabilidades do acionista controlador, causa espanto a falta de sistematicidade com que se

²⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 395.

²⁹ Instrução CVM n.º 323, de 19 de janeiro de 2000.

³⁰ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

³¹ 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.

³² LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Órgãos Sociais*. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias, 2ª edição, atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 613.

tratou o mecanismo por meio do qual se deve buscar a responsabilização deste em virtude de atos danosos praticados em violação a tais deveres³³.

Não obstante a Lei das S.A. tipificar a ação indenizatória em face de sociedade controladora, positivada em seu art. 246, o mesmo não foi feito em relação à ação de responsabilidade contra acionista controlador. A mencionada regra do art. 117 da Lei das S.A., que determina que o acionista controlador responde pelos danos que causar em virtude de atos praticados com abuso de poder, é uma norma exclusivamente de direito material e, como tal, não faz qualquer previsão acerca dos aspectos processuais da demanda adequada à imposição de tal responsabilidade³⁴, gerando enorme insegurança jurídica a respeito do tema.

Questiona-se, por tal razão, se o sistema de responsabilização previsto na legislação societária admite ou não a demanda em face de acionista controlador. Entretanto, como bem observa Setoguti, decerto “[a] falta de positivação de uma demanda típica contra o acionista controlador não impede o cabimento dessa demanda, pois vigora em nosso direito a regra da atipicidade do direito de ação (CF, art. 5º, XXXV)”³⁵⁻³⁶.

Diante dessa omissão, há quem defenda a aplicação analógica do regime previsto no anteriormente estudado art. 159 da Lei das S.A., que disciplina a ação de responsabilidade civil contra administradores por prejuízos por estes causados, às demandas propostas em face de acionista controlador.

O entendimento mais adequado, no entanto, parece ser o de que, à demanda de responsabilização de acionista controlador, deve-se aplicar, analogicamente, o regime previsto

³³ Nesse sentido, v. ARAGÃO, Paulo Cezar. Aspectos Processuais da legislação societária. Revista dos Tribunais, v. 641, mar. 1989, p. 71; HANSZMANN, Felipe. Notas sobre o sistema legal brasileiro de reparação de danos sofridos por acionistas minoritários em virtude de atos ilícitos praticados por acionistas controladores. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 128; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 75.

³⁴ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 76.

³⁵ Art. 5º. Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

XXXV - a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito;

³⁶ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 77.

no art. 246 da Lei das S.A., que normatiza a demanda de responsabilização de sociedade controladora.

Há dois motivos bastantes razoáveis e pertinentes para que se adote tal entendimento: (i) não há qualquer diferença entre o poder de controle se estruturar por meio de uma sociedade ou por meio de pessoa natural ou fundo de investimento³⁷; e (ii) a regra contida no art. 246 da Lei das S.A. também trata de hipótese de imputação de responsabilidade por atos praticados com abuso de poder de controle e violação de deveres fiduciários, razão pela qual, a ação contra acionista controlador deve obedecer ao mesmo regramento processual³⁸.

Inclusive, demonstrando ser esse o entendimento, de fato, mais autorizado, o legislador, ao promulgar a Lei 13.303, de 30 de junho de 2016, que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, previu, no §1º do art. 15 do referido diploma legal³⁹, que o acionista controlador de empresa pública ou de sociedade de economia mista responde pelos atos praticados com abuso de poder e que a ação destinada à reparação pelos danos causados por tais atos ilícitos deve ser proposta nos termos do art. 246 da Lei das S.A..

O supra referido art. 246 regula a propositura de ação social de responsabilidade civil em face de sociedade controladora por exercício abusivo de seu poder de controle. Segundo sua redação, a sociedade controladora deverá reparar os danos que causar à companhia controlada pela prática de atos com abuso do poder de controle, em violação ao disposto nos arts. 116 e 117.

Afirma-se ser espécie de ação social, pois o objeto da ação regulada pelo dispositivo legal em voga é a recomposição do patrimônio de companhia controlada, lesado por ato praticado abusivamente pela sociedade controladora.

³⁷ CHEDIK, Julian Fonseca Peña. Reflexões sobre a efetividade do regime de responsabilização do acionista controlador. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. A Lei das S.A. em seus 40 Anos. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 222.

³⁸ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 78.

³⁹ Art. 15. O acionista controlador da empresa pública e da sociedade de economia mista responderá pelos atos praticados com abuso de poder, nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

§ 1º A ação de reparação poderá ser proposta pela sociedade, nos termos do art. 246 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, pelo terceiro prejudicado ou pelos demais sócios, independentemente de autorização da assembleia-geral de acionistas.

Disso decorre, portanto, que a indenização obtida em juízo, por meio da propositura desta ação de responsabilidade, deve ser revertida em favor da companhia controlada, prejudicada pelo ato abusivo impugnado.

Para a propositura de tal ação, a Lei das S.A. conferiu legitimidade, além de à própria companhia titular do direito material objeto da demanda⁴⁰, a (i) acionistas detentores, individual ou conjuntamente, de 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; e a (ii) qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente. Tratam-se, portanto, de duas modalidades de ação social *ut singuli*.

Insta salientar, adicionalmente, que o ajuizamento de qualquer das modalidades de ações previstas pelo art. 246 independe de autorização assemblear. Este é o entendimento da doutrina mais autorizada⁴¹ e, inclusive, foi o entendimento positivado pelo legislador ao promulgar a Lei n.º 13.303/16, que, no §1º de seu art. 15, dispôs que “[a] ação de reparação poderá ser proposta pela sociedade, nos termos do art. 246 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, pelo terceiro prejudicado ou pelos demais sócios, *independentemente de autorização da assembleia-geral de acionistas*” (g.n.).

É interessante notar que o sistema de responsabilização de sociedade controladora – e, como visto anteriormente, do acionista controlador, a quem se aplica analogicamente o disposto no art. 246 – buscou criar mecanismos de equilíbrio entre o risco de ajuizamento das

⁴⁰ Nesse sentido, conforme observado por Adamek, embora o art. 246, §1º, da Lei das S.A. não tenha feito referência à legitimidade ordinária da própria companhia, esta, sendo a titular da relação jurídica afirmada em juízo, está legitimada a propor a ação de indenização. Isso porque não há qualquer disposição legal que permita concluir que o legislador teria buscado instituir legitimação extraordinária exclusiva aos acionistas minoritários, o que, inclusive, não poderia nem mesmo ser presumido, uma vez que se trata de restrição de direito (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, nota de rodapé 279, p. 408).

⁴¹ V. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, nota de rodapé n.º 279, p. 408 e 410; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, §1º, "b" da Lei 6.404/76). In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo Societário – Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 261-264. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º vol.: tomo II: arts. 243 a 300, 4ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 71; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 79.

chamadas *strike suits*⁴² e o necessário estímulo para que acionistas ingressem em juízo em defesa dos interesses sociais da companhia.

O §1º do art. 246, evidentemente, tem por objetivo criar um piso mínimo de legitimação para ajuizamento de pleito indenizatório em face da sociedade controladora – e, analogicamente, do acionista controlador –, exigindo uma participação mínima no capital social da companhia para que o direito de ação possa ser exercido ou, alternativamente, condicionando o ajuizamento de tal espécie de ação por acionistas detentores de participação inferior a 5% (cinco por cento) ao prévio depósito de caução pelas custas e honorários de advogados devidos caso a demanda seja julgada improcedente.

Por outro lado, o §2º do art. 246 determina que, caso condenada, a sociedade controladora não só deverá reparar o dano a que tiver dado causa e arcar com as custas, mas também irá pagar honorários de advogados de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização. Com isso, institui-se verdadeira compensação àquele que teve a iniciativa de assumir riscos em prol do interesse social e relevante remuneração para os patronos da causa.

Caso esta ação intentada nos moldes do art. 246 da Lei das S.A. seja julgada procedente, tem-se, portanto, que a indenização será revertida em benefício da companhia prejudicada, o prêmio de 5% (cinco por cento) será devido ao autor e, aos advogados que patrocinarem a causa, caberá 20% (vinte por cento) sobre o valor da indenização obtida a título de honorários.

2.2. A ação coletiva prevista na Lei n.º 7.913/89

Estudado o regime de responsabilização previsto na Lei das S.A., cumpre, agora, estudar o mecanismo de ressarcimento previsto na Lei n.º 7.913, de 7 de dezembro de 1989, que disciplinou a ação civil pública de responsabilidade por danos causados a investidores no mercado de valores mobiliários.

⁴² O termo “*strike suits*” passou a ser cunhado por volta do início do século XX (anos 1900) pelas Cortes de Nova Iorque e Nova Jersey para se referir a ações que tinham por finalidade forçar, por meio de extorsão, a celebração de acordos privados (COFFEE JR., John C. *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*. Cambridge: Harvard Press, 2015, p. 13).

Nos termos de seu art. 1º⁴³, sem prejuízo de eventual ação de indenização movida diretamente pelo prejudicado, o Ministério Público, *ex officio* ou por provocação da 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; e (iii) omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

Nota-se, a partir da leitura da redação do supracitado dispositivo, que a Lei n.º 7.913/89 teve por objetivo criar mais um desincentivo à prática de atos que resultem em dano aos investidores do mercado e conferir a estes um mecanismo que viabilize seu ressarcimento por eventuais danos.

No que diz respeito ao rol constante dos incisos do art. 1º da Lei n.º 7.913/89, é importante notar que este é meramente exemplificativo, dado que o legislador utilizou o advérbio “especialmente” ao final da redação do *caput*, deixando evidente não se tratar de rol taxativo, que se propõe a exaurir as hipóteses nas quais o Ministério Público deve agir para evitar prejuízos ou obter indenização pelos danos causados aos investidores do mercado.

⁴³ 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.

O art. 3º⁴⁴, a seu turno, dispõe que, à ação prevista na Lei n.º 7.913/89, aplica-se, quando couber, o disposto na Lei n.º 7.347, de 24 de julho de 1985 (“LACP”), que disciplina a ação civil pública por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico, a quaisquer outros interesses difusos ou coletivos e por infração à ordem econômica.

Disso decorre que, embora a Lei n.º 7.913/89 tenha definido o Ministério Público como o principal legitimado ativo para propor a demanda de que trata a lei, tem-se que, pela aplicação subsidiária da LACP, são também consideradas partes legitimadas para propor referida ação a Defensoria Pública, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, bem como autarquias – tais como a CVM –, empresa pública, fundação ou sociedade de economia mista e associações cuja finalidade seja a defesa dos interesses do investidor⁴⁵.

Com efeito, dentre os legitimados ativos acima mencionados, apenas as associações permitem que grupos de acionistas tomem a iniciativa de ingressar com a ação coletiva de que trata a Lei n.º 7.913/89.

A propósito, para que associações possam ajuizar a ação civil pública de que aqui se trata, há que se fazer um controle da representatividade adequada desta enquanto legitimada coletiva, devendo a associação atender a dois requisitos⁴⁶: (i) ter entre seus fins institucionais a proteção aos titulares de valores mobiliários, evidenciando, com isso, a pertinência temática⁴⁷; e (ii) estar constituída há, pelo menos, 1 (um) ano. Este último requisito, nada obstante, pode

⁴⁴ Art. 3º À ação de que trata esta Lei aplica-se, no que couber, o disposto na Lei n.º 7.347, de 24 de julho de 1985.

⁴⁵ GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: questões processuais”. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.) — Processo Societário. São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 47; MEIRELLES, Hely Lopes. Ação Civil Pública – Mandado de Segurança. São Paulo: Malheiros, 28ª ed., 2005, p. 198; OIOLI, Erik Frederico; LEIRIÃO FILHO, José Afonso. Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a *Class Action* no Brasil. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.) — Processo Societário II. São Paulo, Quartier Latin, 2015, pp. 185-186; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 94.

⁴⁶ A exigência destes requisitos decorre da aplicação analógica da LACP, que assim dispõe: “Art. 5º Têm legitimidade para propor a ação principal e a ação cautelar: (...) V - a associação que, concomitantemente: a) esteja constituída há pelo menos 1 (um) ano nos termos da lei civil; e b) inclua, entre suas finalidades institucionais, a proteção ao patrimônio público e social, ao meio ambiente, ao consumidor, à ordem econômica, à livre concorrência, aos direitos de grupos raciais, étnicos ou religiosos ou ao patrimônio artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico”.

⁴⁷ Tendo em vista a aplicação subsidiária do art. 5º da LACP, tem-se, no caso da ação civil pública da Lei n.º 7.913/89, para a tutela dos investidores no mercado de capitais, é necessário, logicamente, que a associação demandante tenha entre suas finalidades institucionais a proteção dos investidores.

ser dispensado pelo juiz quando houver manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido, conforme art. 82, §1º, da Lei n.º 8.078, de 11 de setembro de 1990, conforme alterada (“CDC”)⁴⁸⁻⁴⁹.

Por fim, passando ao largo da pretensão de esgotar as questões processuais que tangenciam o procedimento da ação ajuizada conforme os ditames da Lei n.º 7.913/89, destaca-se que, nos termos do art. 2º da Lei n.º 7.913/89⁵⁰, caso a demanda seja julgada procedente ao final do processo, a indenização obtida com a condenação deve ser revertida em benefício dos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo. Determina-se, também, que os valores resultantes do ressarcimento ficarão depositados em conta remunerada, à disposição do juízo, até que o investidor, convocado mediante edital, habilite-se ao recebimento da parcela que lhe couber⁵¹.

2.3. A falta de efetividade do sistema de responsabilidade civil no direito societário brasileiro

Depois de analisadas todas as vias do sistema de responsabilidade civil, previstas, essencialmente, na Lei das S.A. e na Lei n.º 7.913/89, é possível constatar diversos entraves ao ajuizamento de demandas indenizatórias em face daqueles que, por meio de atos ilícitos, causem prejuízos à companhia ou aos seus acionistas.

Conforme estudado nos itens precedentes, a ação *ut universi* depende de chancela da assembleia geral de acionistas. Este requisito, contudo, afigura-se verdadeiro entrave à tutela indenizatória pretendida, dado que, em um cenário de grande concentração acionária, não raro

⁴⁸ Art. 82. (...)

§ 1º O requisito da pré-constituição pode ser dispensado pelo juiz, nas ações previstas nos arts. 91 e seguintes, quando haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido.

⁴⁹ Nesse sentido, v. GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: questões processuais”. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.) — Processo Societário. São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 48; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 94.

⁵⁰ Art. 2º As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo.

⁵¹ Art. 2º. (...)

§ 1º As importâncias a que se refere este artigo ficarão depositadas em conta remunerada, à disposição do juízo, até que o investidor, convocado mediante edital, habilite-se ao recebimento da parcela que lhe couber.

a figura do administrador se confunde com a do controlador, sendo a atuação daquele atrelada aos interesses particulares deste, em detrimento do melhor interesse da companhia.

Disso decorre que os acionistas minoritários podem enfrentar dificuldades diversas, criadas, em muitas das vezes, pela própria administração, como, por exemplo, no caso em que esta se queda inerte para convocar conclave destinado a deliberar acerca da propositura de ação de responsabilidade em face de algum de seus membros. Nesta hipótese, a Lei das S.A. fornece a possibilidade de que, decorrido o prazo de 8 dias do qual a administração tinha para convocar a assembleia geral sem que esta o faça, poderão os acionistas detentores de ações que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social fazê-lo⁵².

Entretanto, os empecilhos enfrentados para a propositura de ação social *ut universi* não param por aí. Como cogitado no item 2.1.1. acima, se os administradores atuam em benefício dos interesses do controlador, pode-se conjecturar que este, por definição, poderia fazer preponderar sua vontade na deliberação assemblear cujo objeto fosse a propositura da ação de responsabilidade do administrador a ele aliado, votando contrariamente e, assim, inviabilizando o ajuizamento da ação social *ut universi*.

Como alternativa à possível – quiçá, provável – postura protelatória da administração em promover a ação *ut universi*, quando aprovada pela assembleia, e ao eventual compadrio entre administradores e acionistas controladores, a Lei das S.A. fornece a possibilidade do ajuizamento de duas modalidades de ação social *ut singuli*, conferindo, na primeira hipótese, legitimidade extraordinária a qualquer acionista para promover a ação, se a própria companhia não o fizer no prazo de 3 (três) meses, contados da deliberação assemblear que a aprovou.

Na hipótese de recusa por parte da assembleia, entretanto, a dificuldade é maior: o acionista irresignado com a deliberação assemblear negativa em relação à propositura de ação

⁵² Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral.

Parágrafo único. A assembléia-geral pode também ser convocada:

(...)

c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas;

em face de administrador deve deter ações que representem, pelo menos, 5% do capital social ou, caso não seja detentor de tal participação societária, deve reunir acionistas que, em conjunto, atinjam o percentual requerido.

Em caso de companhias abertas com capital pulverizado, tal exigência pode simplesmente inviabilizar o ajuizamento da ação social *ut singuli* derivada, obstaculizando relevante mecanismo de proteção à minoria.

A esse respeito, veja-se o que sustenta Ana Carolina Rodrigues:

Ainda que o mercado acionário brasileiro apresente uma estrutura de capital altamente concentrada, é inegável que esse cenário está mudando. Prova disso é a expansão dos segmentos de listagem da BM&FBovespa que requerem que as companhias garantam um free float de no mínimo 25% do capital social. Essa exigência legal pode, cada vez mais, restringir de forma negativa o acesso de acionistas minoritários à ação de responsabilidade civil contra o administrador. Essa restrição, por sua vez, reduz o grau de proteção aos acionistas minoritários, e pode, desta forma, representar um entrave à atração de pequenos investidores para o mercado de valores mobiliários.⁵³

Além disso, como visto, nas ações *ut singuli* substitutiva e derivada, o acionista atua em substituição processual à companhia, sendo esta a titular do direito material objeto da demanda, porquanto a finalidade da ação é a reparação do prejuízo causado ao seu patrimônio.

Considerando isto, a Lei das S.A. previu, no §5º de seu art. 159⁵⁴, que “os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros, dos dispêndios realizados”.

Assim sendo, nota-se que o acionista que promoveu a ação em prol da coletividade

⁵³ RODRIGUES, Ana Carolina. A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro (dissertação de mestrado). São Paulo: Escola de Direito da FGV, 2011, p. 61.

⁵⁴ § 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

de acionistas e da própria companhia somente será ressarcido dos custos em que tiver incorrido caso o pedido formulado seja julgado procedente. Ao reverso, em caso de improcedência do pleito, o acionista suportará sozinho os ônus⁵⁵.

Nesse sentido, além da imposição de um ônus financeiro exacerbado ao acionista ativo, que atua em defesa do interesse social, a Lei das S.A. não previu mecanismo de incentivo ao acionista quanto à propositura de ação social *ut singuli* contra administradores tal como o fez em relação à propositura de ação de responsabilidade em face de sociedade controladora, nos termos do §2º do art. 246, cuja redação, como visto, prevê pagamento de prêmio de 5% ao acionista que tiver tomado a iniciativa de ajuizar a ação indenizatória do patrimônio social e o pagamento de honorários advocatícios de 20% aos advogados patrocinadores da causa, calculados sobre o valor da indenização obtida.

Por sua vez, a ação individual de responsabilidade civil proposta em face de administradores de companhias tem por objeto a proteção do patrimônio pessoal do acionista e é a única modalidade de ação indenizatória prevista na legislação societária brasileira em que os valores obtidos a título de ressarcimento como resultado da demanda são deferidos ao próprio acionista.

Nesse caso, considerando que se visa tutelar somente o interesse particular do acionista, não há que se falar em necessidade de deliberação assemblear como requisito autorizativo ao ajuizamento da ação. De igual modo, também não se exige a titularidade de participação acionária mínima para que se mova a ação.

Entretanto, para justificar a natureza individual da ação, o autor deverá comprovar o dano direto ao seu patrimônio e que tenha sido causado pela conduta ilícita e danosa do administrador, visto que o dano indireto somente atinge o sujeito como membro da sociedade

⁵⁵ “O racional por trás de tal realidade é o de se evitar a leviandade na propositura de ações e ainda por cima transferir o ônus de tal postura para a companhia e, indiretamente, a todos os acionistas. Por outro lado, de tal dificuldade ou ônus que recai sobre o acionista, resulta que este permanece em regra inerte no exercício dos direitos de defesa do interesse da companhia. Este é um dos empecilhos ao ativismo societário, dado que, dos ganhos obtidos, apenas uma fração (muitas vezes pequena) se dirige ao acionista ativo, conforme visto acima. Afinal, o comportamento racional do acionista, como o de qualquer investidor, pauta-se pela análise risco versus retorno, concluindo-se que pode ter pouco a ganhar e muito a perder.” (OIOLI, Erik Frederico; LEIRIÃO FILHO, José Afonso. Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a *Class Action* no Brasil. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.) — Processo Societário II. São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 172)

e, portanto, deve ser ressarcido por meio das ações sociais, que visam tutelar a integridade do patrimônio social⁵⁶.

A maior dificuldade para o ajuizamento da ação individual de responsabilidade civil em face de administradores de companhias no Brasil, assim, reside justamente na necessidade de comprovação da natureza direta e individual do dano sofrido pelo autor da ação.

A esse respeito, Adamek ressalta que, “considerando que a ação individual somente tem cabimento nos casos em que se positivar dano direto ao patrimônio do lesado, e não dano meramente reflexo decorrente do dano social, a sua propositura tem sido rara”⁵⁷.

Igualmente raras parecem ser as ações de responsabilização de acionistas controladores que tenham atuado com abuso do poder de controle.

Nesse sentido, vale destacar a observação formulada por Chediak:

*Ainda que se desconheça estudo empírico a respeito do número de medidas judiciais e arbitragens entre nós em que se tenha discutido o abuso de acionistas controladores no plano da reparação civil, parece razoável afirmar que o número de tais ações não é alto. Os recentes casos de abuso pelo controlador estatal em sociedades de economia mista, sem que acionistas tenham buscado reparação por meio da ação social ut singuli, tornam essa realidade mais evidente. Não há porque se supor que não existam outros tantos casos em companhias abertas ou fechadas controladas por acionistas privados que deixam de ser litigados. Não se está aqui afirmando que os casos não existem, mas que diante de nossa realidade eles parecem ser em número muito inferior ao que deveriam.*⁵⁸

⁵⁶ “Admitir a iniciativa individual, em tais casos, resultaria na negação da personalidade e titularidade patrimonial da pessoa jurídica, bem como na dilapidação do patrimônio social em prejuízo da companhia, dos demais acionistas e dos credores.” (RODRIGUES, Ana Carolina. A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro (dissertação de mestrado). São Paulo: Escola de Direito da FGV, 2011, p. 63)

⁵⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, nota de rodapé 279, p. 390.

⁵⁸ CHEDIK, Julian Fonseca Peña. Reflexões sobre a efetividade do regime de responsabilização do acionista controlador. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. A Lei das S.A. em seus 40 Anos. Rio de Janeiro: Forense, 2016, pp. 222 e 223.

A razão mais evidente para a utilização escassa de ação de responsabilização civil de controladores que tenham se utilizado abusivamente do poder que detêm é a inexistência de regime legal específico para a reparação dos danos sofridos pelos acionistas minoritários ou, especialmente, pela própria companhia.

Já em relação à ação de responsabilização de sociedade controladora as dificuldades são outras. Embora se reconheça que o regime adotado pelo art. 246 da Lei das S.A. tenha seu mérito ao delegar poder aos acionistas para proteção do interesse social e ao fornecer mecanismos de estímulo à busca de reparação em nome da companhia, deve-se notar que os pisos de legitimação previstos nos incisos do §1º do referido dispositivo legal, na prática, podem ser exagerados, representando barreiras à obtenção da tutela pretendida pela lei.

A crítica que se deve fazer ao requisito de participação mínima de 5% (cinco por cento) no capital social para que se possa ingressar com a ação de que trata o art. 246 da Lei das S.A é a mesma já feita acima em relação ao requisito imposto ao ajuizamento da ação social *ut singuli* derivada. Ainda que no mercado acionário brasileiro a pulverização do capital de companhias abertas não seja tão comum, nota-se uma tendência nessa direção e, assim, tal exigência legal pode dificultar a coordenação de esforços entre os acionistas minoritários.

Quanto ao requisito da prestação de caução, previsto no art. 246, §1º, II, da Lei das S.A., questiona-se⁵⁹, inclusive, sua constitucionalidade, na medida em que representa um óbice ao direito de ação, em dissonância à garantia constitucional geral de acesso à justiça.

Por fim, outra via para a obtenção de ressarcimento de prejuízos aos investidores do mercado brasileiro é a ação coletiva de que trata a Lei n.º 7.913/89. Entretanto, esta não tem se mostrado como uma alternativa viável para a obtenção da tutela adequada⁶⁰. A prova disso é que, embora a Lei n.º 7.913/89 tenha sido promulgada há cerca de 30 anos, o número de ações

⁵⁹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, §1º, "b" da Lei 6.404/76). In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo Societário – Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 277-284; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 84-87.

⁶⁰ HANSZMANN, Felipe. Notas sobre o sistema legal brasileiro de reparação de danos sofridos por acionistas minoritários em virtude de atos ilícitos praticados por acionistas controladores. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 142.

civis públicas ajuizadas pelo Ministério Público ações coletivas ajuizadas por associações de investidores com fundamento nesta lei é muito reduzido⁶¹. Além disso, não bastasse o reduzido número de tais ações coletivas, contata-se que elas nem mesmo são eficientes a fazer o que se propõem, visto que em nenhuma delas houve condenação e efetivo ressarcimento aos investidores⁶².

O diagnóstico que se faz das causas da falta de efetividade da Lei n.º 7.913/89 aponta para os problemas relativos à legitimidade ativa para a propositura da ação de que trata referido diploma legal, uma vez que somente atribui legitimidade a um rol fechado e impede que acionistas ajuízem a ação coletiva, em nome dos membros da classe, para a obtenção de ressarcimento dos prejuízos que lhes foram causados⁶³.

Diante de tais constatações, conclui-se que, embora a legislação societária pátria disponha de um amplo sistema de responsabilização de administradores e acionistas controladores, os mecanismos de reparação de danos sofridos por minoritários, sejam diretos ou reflexos, são precários de efetividade, essencialmente, em virtude dos diversos empecilhos acima estudados.

A esse respeito, é importante que se faça sempre uma análise da teoria aplicada à realidade, para que se vislumbre quais, de fato, são os impactos de um sistema de responsabilização ineficiente. Nesse sentido, cabe destacar a observação de Hanzsmann, que, embora trate exclusivamente do sistema de responsabilização de acionistas controladores, aplica-se inteiramente às ineficiências do sistema de responsabilidade da legislação societária como um todo:

⁶¹ PRADO, Viviane Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. Disponível em: https://www.academia.edu/28762978/NÃO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_inv_estidores (consultado em 04.07.2019), p. 25; ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 178-183.

⁶² PRADO, Viviane Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. Disponível em: https://www.academia.edu/28762978/NÃO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_inv_estidores (consultado em 04.07.2019), p. 25.

⁶³ HANSZMANN, Felipe. Notas sobre o sistema legal brasileiro de reparação de danos sofridos por acionistas minoritários em virtude de atos ilícitos praticados por acionistas controladores. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 142; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 92-93.

Segundo a teoria econômica, o efeito direto desse vácuo é o enfraquecimento do mercado de capitais, na medida em que os investidores precificam essa falta de proteção e, conseqüentemente, exigem um retorno mais alto pela assunção de um risco maior. Como seqüela, há menos investidores dispostos a colocar recursos no mercado de capitais, o que resulta em um custo de captação mais alto para todas as empresas, com impacto na respectiva capacidade produtiva e, por fim, culmina no aumento de custos dos produtos e serviços para toda a sociedade.⁶⁴

3. PROPOSITURA DE AÇÃO INDENIZATÓRIA DIRETAMENTE EM FACE DA COMPANHIA

Com a eclosão da Operação Lava Jato, muito tem se falado a respeito da *class action* movida por investidores detentores de *american depositary receipts* (“ADRs”) da Petrobras em face da própria companhia, em virtude dos danos sofridos pela perda de valor patrimonial da companhia e da astronômica queda do valor de seus investimentos.

Em 3 de janeiro de 2018, a Petrobras divulgou ter firmado acordo para encerrar tal ação coletiva em curso nos Estados Unidos no qual se comprometeu a pagar aproximadamente U\$ 3 (três) bilhões ao grupo de investidores estrangeiros que adquiriram seus papéis.

Por outro lado, no Brasil, como visto, os acionistas não dispõem de um mecanismo efetivo de tutela indenizatória por prejuízos causados em virtude da prática de atos ilícitos praticados por seus administradores ou controladores.

Em razão do tratamento desigual conferido aos investidores detentores de ADRs e aos acionistas que adquiriram os papéis da Petrobras no mercado acionário brasileiro, ficou a percepção de que aqueles estão melhor tutelados do que estes últimos.

Isso porque, ao mesmo tempo, em que os detentores de ADRs foram beneficiados com a celebração de um acordo bilionário para seu ressarcimento, os investidores do mercado

⁶⁴ HANSZMANN, Felipe. Notas sobre o sistema legal brasileiro de reparação de danos sofridos por acionistas minoritários em virtude de atos ilícitos praticados por acionistas controladores. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 143.

brasileiro, além de sequer terem sido ressarcidos, ainda suportaram uma dilapidação patrimonial da companhia para a efetivação de tal acordo.

Com a notória discrepância entre a eficiência da tutela de investidores nos Estados Unidos e no Brasil, o tema da responsabilização da companhia por prejuízos causados a investidores veio à tona e muito se tem discutido sobre o cabimento, à luz do sistema jurídico brasileiro, de ação indenizatória movida por acionistas contra a própria companhia, por danos decorrentes de atos ilícitos praticados pela sociedade, apresentada por seus administradores.

Diante do relevante debate que se instaurou, este trabalho se propõe analisar o modelo jurídico norte-americano, de onde, afinal, busca-se inspiração para a defesa da tese de que companhias abertas podem responder pelos prejuízos experimentados por acionistas em decorrência de atos ilícitos praticados por seus administradores ou controladores, para, em seguida, apresentar os fundamentos da tese encampada por alguns doutrinadores nacionais e, por fim, fazer-se uma análise crítica da possibilidade de responsabilização das companhias abertas, especialmente, à luz da experiência norte-americana.

3.1. A responsabilidade da companhia aberta perante os investidores no ordenamento jurídico norte-americano

O principal mecanismo de efetivação da proteção a investidores, nos Estados Unidos, consiste na *class action* cujo fundamento é a *fraud on the market theory*, que se baseia no princípio da ampla divulgação de informações pelas companhias abertas (*full disclosure*).

A origem desta teoria utilizada para a obtenção de ressarcimento de prejuízos mediante a responsabilização de companhias abertas remonta à promulgação em 1934, pelo Congresso norte-americano, do *Securities Exchange Act* (“*Exchange Act*”), que criou a *Securities and Exchange Commission* (“*SEC*”), com o propósito de restaurar a confiança dos investidores no mercado de capitais após a Crise de 1929, fornecendo aos investidores e aos mercados informações mais confiáveis e regras claras de negociação⁶⁵.

⁶⁵ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission: Creation of the SEC. Disponível em: < <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#create>>.

Dentre as regras regulamentadoras do *Exchange Act*, foi promulgada a *Rule 10b-5*⁶⁶ pela SEC, que proíbe ato ou omissão que resulte em fraude ou indução do investidor a erro em relação à compra ou venda de qualquer valor mobiliário.

Foi, então, dessa regra que se originou a *fraud on the market theory*⁶⁷, que criou presunções relativas de que os investidores, ao negociar valores mobiliários em mercados eficientes, isto é, que refletem adequadamente todas as informações relevantes disponíveis a respeito dos emissores, confiam (i) nas informações divulgadas pela companhia emissora; (ii) no funcionamento regular do mercado; e (iii) nos preços nele formados⁶⁸.

É, inclusive, por meio de tais presunções que a *fraud on the market theory* facilita as *class actions* norte-americanas, dado que isenta os autores da ação do ônus probatório de que se basearam em informações falsas ou incompletas ao tomarem suas decisões de investimento e que, portanto, foram prejudicados, na medida em que a cotação do papel adquirido ou alienado não refletia, de fato, todas as informações existentes e que, por isso, foi distorcida⁶⁹.

A legislação americana permite que investidores, individualmente, atuem na qualidade de *representative party*⁷⁰, representando todos os indivíduos pertencentes a uma

⁶⁶ 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 facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artificial 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 the were made, not misleading, or (c) to engage 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.

⁶⁷ Nesse sentido, decidiu a Suprema Corte Americana no *leading case Basic Inc. v. Levinson* (1988), 485 United States Reports 224.

⁶⁸ 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. A Lei das S.A. em seus 40 Anos. Rio de Janeiro: Forense, p. 86.

⁶⁹ KRAAKMAN, Reinier et al. A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 485.

⁷⁰ 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. (b) Types of Class Actions. A class action may be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if: (1) prosecuting separate actions by or against individual class members would create a risk of: (A) inconsistent or varying adjudications with respect to individual class members that would establish incompatible standards of conduct for the party opposing the class; or (B) adjudications with respect to individual class members that, as a practical matter, would be dispositive of the interests of the other members not parties to the individual adjudications or would substantially impair or impede their ability to protect their interests; (2) the party opposing the class has acted or refused to act on grounds that apply generally to the class, so that final injunctive relief or

mesma “classe” e que tenham sofrido um prejuízo comum, permitindo uma maior capacidade de coordenação de esforços e conferindo maior eficiência à tutela indenizatória de acionistas minoritários prejudicados pela atuação ilícita de administradores e controladores.

Diferentemente da *derivative action* – equivalente à ação social da legislação societária nacional –, cujo direito tutelado é o da companhia e o acionista age em nome próprio, porém, em defesa do direito desta, a *class action* cujo fundamento repouse na *fraud on the market theory* é uma espécie de *direct action*, na qual o direito material tutelado é o ressarcimento de danos sofridos diretamente por acionistas pela aquisição de ações a cotações inflacionadas – ou a sua venda a valores deflacionados – em razão da omissão ou divulgação de informação incompleta ou inverídica ao mercado⁷¹.

Além disso, a legislação americana autoriza, expressamente, que os investidores movam as *class actions* em face da própria companhia, o que o fez por meio da *Rule 17*⁷² das *Federal Rules of Civil Procedure*.

As *class actions* fundadas na *fraud on the market theory* são geralmente movidas por escritórios de advocacia especializados (*plaintiffs’ law firm*), que conduzem o processo sem quaisquer ônus para os acionistas demandantes e somente cobram seus honorários ao final, estabelecendo um percentual sobre o valor do acordo celebrado ou da eventual sentença condenatória. Por esta razão, a *class action* é considerada como uma “*free option*”, visto que, em caso de fracasso na demanda, os acionistas que tiverem porventura aderido à ação coletiva não terão de arcar com qualquer ônus em virtude de seu ajuizamento⁷³.

corresponding declaratory relief is appropriate respecting the class as a whole; or (3) the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy. The matters pertinent to these findings include: (A) the class members’ interests in individually controlling the prosecution or defense of separate actions; (B) the extent and nature of any litigation concerning the controversy already begun by or against class members; (C) the desirability or undesirability of concentrating the litigation of the claims in the particular forum; and (D) the likely difficulties in managing a class action.

⁷¹ GARRY, Patrick M.; SPURLIN, Candice; OWEN, Debra A.; WILLIAMS, William A.; EFTING, Lindsay. The irrationality of Shareholder Class Action Lawsuits: A Proposal for Reform. *South Dakota Law Review*, Vol. 49, No. 2, 2004, p. 280.

⁷² Rule 17. Plaintiff and Defendant; Capacity; Public Officers. (...) (b) Capacity to sue or be sued is determined as follow: (...) (2) for a corporation, by the law under which it was organized; (...).

⁷³ 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. *A Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense, p. 92.

Em geral, as *class actions* acabam em acordos firmados entre as partes, visto que, à medida que novos indivíduos ingressam no processo, o valor da causa aumenta. Com isso, o vultoso montante envolvido em uma eventual condenação passa a ser um risco exacerbado para a companhia, que acaba preferindo a certeza do acordo no lugar do risco de um veredito final desfavorável, que pode resultar em perdas de difícil previsão.

Dessa maneira, há doutrinadores nacionais que entendem ser a utilização da *class action* e da *fraud on the market theory* um eficiente mecanismo de tutela coletiva indenizatória de danos sofridos por investidores minoritários⁷⁴.

Contudo, nos Estados Unidos, diversos doutrinadores vêm formulando críticas acerca da eficácia das *class actions* em relação aos seus custos, ao seu potencial de dissuasão de fraudes e à efetiva punição dos reais infratores dos ilícitos perpetrados nas companhias norte-americanas⁷⁵.

3.2. A responsabilidade da companhia aberta perante os investidores no ordenamento jurídico brasileiro

Como brevemente dito acima, encontra-se em curso relevante debate sobre a possibilidade de responsabilização de companhias por prejuízos causados a investidores em decorrência de ilícitos perpetrados por administradores no exercício de suas funções.

A discussão nasceu – ou, pelo menos ganhou maior relevo – diante do ajuizamento de *class action* contra a Petrobras nos Estados Unidos na qual detentores de ADRs da

⁷⁴ 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. A Lei das S.A. em seus 40 Anos. Rio de Janeiro: Forense, p. 92; OIOLI, Erik Frederico; LEIRIÃO FILHO, José Afonso. Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a *Class Action* no Brasil. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.) — Processo Societário II. São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 180.

⁷⁵ BAI, Lynn; COX, James D.; e 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, j. 2010, p. 1.913; BRATTON, William W.; WATCHER, Michael L. The Political Economy of Fraud on the Market. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 160, n. 1, Dec. 2011, pp. 69-168; COFFEE JR., John C. Entrepreneurial litigation: its rise, fall, and future. Cambridge: Harvard University Press, 2015; COFFEE JR., John C. Reforming Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation. *Columbia Law Review*, v. 106, n. 7, Nov. 2006, pp. 1534-1536; GARRY, Patrick M.; SPURLIN, Candice; OWEN, Debra A.; WILLIAMS, William A.; EFTING, Lindsay. The irrationality of Shareholder Class Action Lawsuits: A Proposal for Reform. *South Dakota Law Review*, Vol. 49, No. 2, 2004, pp. 275-312.

companhia alegaram que a prestação de informações falsas ou incompletas em demonstrações contábeis, fatos relevantes e prospecto de *follow-on*, tendo em vista o massivo esquema de corrupção estruturado na companhia, com desvios de recursos pertencentes ao patrimônio social para terceiros, especialmente, agentes políticos do alto escalão do Governo Federal.

Nesta ação, acionistas brasileiros tentaram ingressar como membros da classe representada na ação coletiva. No entanto, o juiz do caso considerou não ter jurisdição para apreciar a demanda de investidores que houvessem adquirido ações da Petrobras na bolsa de valores brasileira, concordando com a defesa apresentada pela companhia, que arguiu a existência de cláusula compromissória em seu estatuto social, o que atrairia a competência de tribunal arbitral a ser formado perante a Câmara de Arbitragem do Mercado (“CAM”).

Assim, agora, investidores detentores de ações de emissão da companhia no mercado brasileiro buscam ressarcimento por meio da responsabilização da sociedade pelos atos praticados por seus administradores e pelos representantes políticos de sua controladora.

Diante da controvérsia, alguns doutrinadores têm se voltado ao debate acadêmico a respeito da possibilidade de responsabilização de companhias abertas por prejuízos causados a investidores por falhas informacionais e, para fundamentar tal pleito, tem-se argumentado que, embora a Lei das S.A. não tenha previsto uma ação típica a ser proposta por acionistas em face da companhia, esta responde perante seus acionistas em razão de violação ao dever de informar por seus administradores, uma vez que estes agem como órgão da sociedade, apresentando-a, ou seja, como se a própria companhia fosse⁷⁶.

⁷⁶ Nesse sentido, v. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, §1º, "b" da Lei 6.404/76). In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo Societário – Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 277-284; CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 25-47; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp.49-79; WALD, Arnoldo. A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp.81-171;

Segundo Leães, “o vínculo que liga o administrador à companhia, investido das funções de gestão e de representação, não provém de nenhuma relação de índole contratual, mas de uma relação orgânica, derivada do estatuto legal do anonimato”⁷⁷.

Assim, quando administradores atuam no exercício de suas funções não “representam” propriamente a companhia, mas a “presentam”, agindo organicamente como se a própria sociedade fossem. Ainda nas palavras de Leães, “[r]ealizados pelos seus integrantes, os atos gerados pelo órgão administrativo entram, portanto, no mundo jurídico como atos praticados pela pessoa jurídica que gerem e representam”⁷⁸.

De fato, como corolário da teoria orgânica das sociedades por ações, nos termos do art. 158 da Lei das S.A.⁷⁹, “o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrai em nome da sociedade ou em virtude de ato regular de gestão”, de modo que, em se verificando a regularidade do ato de gestão praticado pelo administrador, a companhia responderá pelos danos que deste ato decorrer.

Nesse sentido, Nelson Eizirik esclarece que:

⁷⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p.56.

⁷⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p.57.

⁷⁹ 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 assembléia-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 assembléia-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.

Por ato regular de gestão deve entender-se aquele praticado nos limites das atribuições dos administradores e sem violação da lei ou do estatuto social. Assim, serão considerados irregulares os atos em violação da lei ou do estatuto, como, por exemplo, se o administrador, visando à obtenção de vantagem, deixa de aproveitar oportunidade de negócio de interesse da companhia, em infração ao disposto no artigo 155 da Lei das S.A., caso em que responde pessoalmente pelos danos.

Também é considerado ato irregular de gestão, por ser contrário ao art. 157 da Lei das S.A., a infração por parte do administrador ao seu dever de informar.⁸⁰

Assim, conclui-se que, ao agir em violação à lei ou ao estatuto, o administrador não está agindo organicamente⁸¹ e, portanto, não há que se falar que, nestas hipóteses, está fazendo a companhia presente, externalizando a vontade social.

Deste modo, concorda-se com o entendimento de que, à luz do regime da Lei das S.A., não é cabível a responsabilização da companhia pela omissão de informações relevantes ou mesmo pela divulgação de informações falsas ou enganosas⁸², uma vez que tal atribuição é dever dos administradores, conforme prescreve o art. 157 da referida lei, e, portanto, a inobservância de tal comando legal materializa a hipótese do afastamento da regra da irresponsabilidade pessoal do administrador, insculpida no art. 158 do diploma legal societário, na medida em que se trata de um ato violador da lei.

Aliás, tal entendimento não se restringe às violações relativas aos deveres informacionais, na verdade, aplica-se a qualquer ato ilícito praticado por administradores, uma vez que a Lei das S.A. determinou expressa e inequivocamente que, pelos danos causados em

⁸⁰ 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. A Lei das S.A. em seus 40 Anos. Rio de Janeiro: Forense, p. 98.

⁸¹ TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. Revista de Direito Mercantil, nº 42, abr.-jun., 1981, p. 75.

⁸² 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. A Lei das S.A. em seus 40 Anos. Rio de Janeiro: Forense, p. 99.

virtude de atos praticados em violação à lei ou ao estatuto, responderá o administrador que tenha se aproveitado de seu cargo para a prática de atos antijurídicos.

Sendo assim, quando investidores, em decorrência de atos ilícitos praticados por administradores de companhias, sofrerem prejuízos diretos ou indiretos, deverão buscar a reparação devida por meio dos mecanismos de tutela indenizatória previstos na Lei das S.A., isto é, por meio do ajuizamento de ação social em face dos administradores nos casos de danos sofridos indiretamente ou, nos casos de dano direto, por meio da propositura de ação individual.

3.3. Críticas à responsabilização da companhia por prejuízos causados a investidores

Embora se tenha concluído pela impossibilidade de responsabilização da companhia pelos prejuízos causados a investidores em virtude de atos ilícitos perpetrados por administradores, dado à relevância do debate e à crescente tendência de aproximação ao sistema norte-americano de reparação de danos no mercado de capitais, torna-se primordial que se faça uma análise dos potenciais efeitos que entendimento diverso pode causar, especialmente, à luz da experiência estrangeira.

Nesse sentido, embora se nutra a percepção de que o sistema jurídico norte-americano, que prevê a possibilidade de que acionistas ajuízem individualmente *class actions* para a reparação de danos sofridos em decorrência de irregularidades informacionais, seja mais eficiente, nos Estados Unidos, não se tem certeza desta pretensa eficiência.

Diversos autores norte-americanos criticam a perversidade e irracionalidade econômica do modelo lá vigente, uma vez que, a pretexto de promover a defesa dos acionistas minoritários, acaba-se punindo os próprios acionistas a que se buscava tutelar, uma vez que, em geral, as indenizações pagas aos investidores invariavelmente advêm do caixa das próprias companhias emissoras, de modo que, em última instância, são financiadas pelos próprios investidores⁸³. É o que se convencionou chamar de “*pocket-shifting*”⁸⁴.

⁸³ COFFEE JR.; SALE, Hillary. Securities Litigation – Cases and materials, 12^a ed., New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2012, p. 1.046; LANGEVOORT, Donald. Capping Damages for open-market securities fraud. *Arizona Law Review*, v. 38, 1996, p. 649.

⁸⁴ COFFEE JR., John C. *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future*. Cambridge: Harvard Press, 2015, p. 146.

Nesse sentido, pode-se afirmar que há um conflito de interesses inerente às ações em que os próprios acionistas demandam indenizações das companhias nas quais detêm participação acionária, na medida que qualquer ressarcimento será custeado pela subtração de igual montante do patrimônio da companhia⁸⁵.

Neste cenário, tem-se, ao final e ao cabo, os acionistas, enquanto autores da *class action*, litigando contra si mesmos, enquanto acionistas da companhia demandada. Assim, na qualidade de autores da ação coletiva, seu interesse é a obtenção de indenização, ao passo que, na qualidade de acionistas, seu interesse é reduzir qualquer responsabilidade da companhia⁸⁶.

Com efeito, qualquer indenização promovida em benefício dos acionistas, em última instância, acaba sendo uma penalidade econômica a eles próprios e, ainda, a outros acionistas que não façam jus ao ressarcimento, promovendo-se, assim, uma socialização dos prejuízos.

Além disso, qualquer compensação nominal conferida à classe de acionistas que tenha ingressado com a demanda coletiva é acompanhada por custos de transação extremamente elevados na forma de custas processuais e honorários advocatícios, o que, conseqüentemente, ocasiona uma relevante destruição de valor para os próprios acionistas.

A respeito da irracionalidade econômica de se responsabilizar a companhia, é pertinente destacar a observação formulada por Patrick M. Garry, Candice J. Spurlin, Debra A. Owen, William A. Williams and Lindsay J. Efting:

[A]ny settlement paid out by the corporation amounts to a corresponding subtraction from the value of shareholder's investment; and because that settlement pay-out was accompanied by a huge litigation cost to the corporation, which further reduces corporation's net worth and the value of shareholder's interest in the company, the shareholder is probably worse off

⁸⁵ GARRY, Patrick M.; SPURLIN, Candice; OWEN, Debra A.; WILLIAMS, William A.; EFTING, Lindsay. The irrationality of Shareholder Class Action Lawsuits: A Proposal for Reform. South Dakota Law Review, Vol. 49, No. 2, 2004, p. 281.

⁸⁶ GARRY, Patrick M.; SPURLIN, Candice; OWEN, Debra A.; WILLIAMS, William A.; EFTING, Lindsay. The irrationality of Shareholder Class Action Lawsuits: A Proposal for Reform. South Dakota Law Review, Vol. 49, No. 2, 2004, p. 286.

*now than she was before the lawsuit. Hence, the suit has produced an irrational result.*⁸⁷

Além da ausência de racional econômico, nota-se que as ações movidas em face de companhias se concentram demasiadamente no aspecto indenizatório e relegam o seu aspecto punitivo. Com isso, as ações coletivas se mostram ineficientes como medida de desestímulo a práticas ilícitas por parte de administradores, visto que, com o pagamento de compensação pela sociedade, os verdadeiros responsáveis pela prática de atos ilícitos ficam impunes.

Estudos empíricos realizados nos Estados Unidos apontam, ainda, que companhias rés em *class actions* em que se discute fraudes realizadas no mercado de capitais sofrem um grande dano reputacional, o que é refletido em seus respectivos valores de mercado, e têm maiores chances de enfrentar crises econômico-financeiras em virtude do pagamento de acordos.⁸⁸

Diante de tudo isso, conclui-se que a responsabilização da companhia por atos ilícitos praticados por seus administradores, além de completamente desprovida de racional econômico, falha gravemente na missão de tornar o mercado mais eficiente e justo, visto que: (i) não há benefícios econômicos para os acionistas indenizados; (ii) promove grande destruição de valor para os acionistas, na medida que, além de depreciar o patrimônio social, é acompanhada por elevados custos de transação; (iii) causa danos patrimoniais e reputacionais à sociedade; e (iii) não pune os reais infratores, não sendo, portanto, mecanismo eficiente de desestímulo à prática de ilícitos.

⁸⁷ GARRY, Patrick M.; SPURLIN, Candice; OWEN, Debra A.; WILLIAMS, William A.; EFTING, Lindsay. The irrationality of Shareholder Class Action Lawsuits: A Proposal for Reform. *South Dakota Law Review*, Vol. 49, No. 2, 2004, p. 281.

⁸⁸ BAI, Lynn; COX, James D.; e 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, j. 2010, p.1913.

4. CONCLUSÃO

Ao longo do presente trabalho, buscou-se analisar a real problemática da tutela indenizatória que se coloca em grande evidência no ambiente acadêmico societário atualmente.

Depois de estudadas as atuais regras de responsabilização previstas na Lei das S.A. e na Lei n.º 7.913/89, é forçoso reconhecer a falta de efetividade dos mecanismos para a reparação de danos sofridos, especialmente, por acionistas minoritários no sistema societário e do mercado de capitais brasileiro, que pouco se presta à sanção civil de administradores e acionistas controladores que violam seus deveres. A partir de tal constatação, fez-se, então, um diagnóstico das variadas razões que dão causa a esta baixa efetividade, que foram minuciosamente detalhadas neste estudo.

Essa constatação, aliada à deflagração da Operação Lava Jato e ao ajuizamento de *class action* em face da Petrobras, criou uma falsa percepção de que os investidores estariam melhor protegidos sob a jurisdição dos Estados Unidos.

Diante disso, o tema da tutela indenizatória no âmbito da legislação societária brasileira se tornou mais latente e, nesse contexto, alguns doutrinadores encamparam a tese de que companhias abertas poderiam responder civilmente por prejuízos causados a seus investidores em decorrência de irregularidades informacionais.

Entretanto, como visto, a responsabilização da companhia é desprovida de racional econômico e, embora possa gerar a impressão de ser a forma mais eficiente de reparar os danos sofridos por acionistas, constata-se, na prática, que tal modelo de tutela indenizatória também é dotado de pouquíssima efetividade, na medida em que não desestimula a prática de ilícitos, uma vez que não pune os reais infratores, isto é, os administradores, nem compensa adequadamente o investidor prejudicado, visto que o pagamento da indenização, em regra, advém do patrimônio da própria companhia de que são acionistas.

Diante de tudo isso, conclui-se que a solução mais adequada à problemática da falta de efetividade do regime de responsabilização e indenizatório por prejuízos causados pela atuação ilícita de administradores parece ser a que aponta para reformas pontuais na legislação societária brasileira, justamente, para resolver e eliminar os atuais entraves que obstaculizam o ajuizamento de ações sociais, individuais e coletivas em face de administradores e acionistas controladores e, assim, aprimorar o sistema de responsabilidade civil no âmbito do direito societário e do mercado de capitais.

Até mesmo pelo momento de otimismo com o desenvolvimento econômico do país, resolver as ineficiências do atual regime legal é medida mandatória para que se promova maior credibilidade ao mercado de capitais brasileiro e se amplie as fontes de financiamento e captação para as companhias aqui listadas.

5. BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009;

ARAGÃO, Paulo Cezar. Aspectos Processuais da legislação societária. Revista dos Tribunais, v. 641, mar. 1989;

BAI, Lynn; COX, James D.; e 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, j. 2010;

BRATTON, William W.; WATCHER, Michael L. The Political Economy of Fraud on the Market. University of Pennsylvania Law Review, v. 160, n. 1, Dec. 2011

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, §1º, "b" da Lei 6.404/76). In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). Processo Societário – Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015;

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Deveres e Responsabilidades*. LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias, 2ª edição, atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017;

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º volume: artigos 138 a 205. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011;

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º vol.: tomo II: arts. 243 a 300, 4ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011;

CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os

investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018;

CHEDEIAK, Julian Fonseca Peña. Reflexões sobre a efetividade do regime de responsabilização do acionista controlador. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. A Lei das S.A. em seus 40 Anos. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

COFFEE JR., John C. Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall, and Future. Cambridge: Harvard Press, 2015;

COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary. Securities Litigation – Cases and materials, 12^a ed., New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2012;

COFFEE JR., John C. Reforming Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation. Columbia Law Review, v. 106, n. 7, Nov. 2006

EIZIRIK, Nelson et al., Mercado de Capitais – Regime Jurídico, 3.^a ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011;

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission: Creation of the SEC. Disponível em: < <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#create>>.

GARRY, Patrick M.; SPURLIN, Candice; OWEN, Debra A.; WILLIAMS, William A.; EFTING, Lindsay. The irrationality of Shareholder Class Action Lawsuits: A Proposal for Reform. South Dakota Law Review, Vol. 49, No. 2, 2004;

GRINOVER, Ada Pellegrini. A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: questões processuais”. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.) — Processo Societário. São Paulo, Quartier Latin, 2012;

HANSZMANN, Felipe. Notas sobre o sistema legal brasileiro de reparação de danos sofridos por acionistas minoritários em virtude de atos ilícitos praticados por acionistas controladores.

In: HANSZMANN, Felipe (Org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016;

KRAAKMAN, Reinier et al. A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 485.

LANGVOORT, Donald. Capping Damages for open-market securities fraud. *Arizona Law Review*, v. 38, 1996;

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 civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018;

OIOLI, Erik Frederico; LEIRIÃO FILHO, José Afonso. Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a *Class Action* no Brasil. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.) — *Processo Societário II*. São Paulo, Quartier Latin, 2015;

MEIRELLES, Hely Lopes. *Ação Civil Pública – Mandado de Segurança*. São Paulo: Malheiros, 28ª ed., 2005;

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração, Aplicação - Vol. II*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996;

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018;

PRADO, Viviane Muller. Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores. Disponível em: https://www.academia.edu/28762978/NÃO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores (consultado em 04.07.2019);

RODRIGUES, Ana Carolina. A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro (dissertação de mestrado). São Paulo: Escola de Direito da FGV, 2011;

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. Revista de Direito Mercantil, nº 42, abr.-jun., 1981

WALD, Arnoldo. A responsabilidade da companhia aberta pelos prejuízos decorrentes de omissão de fatos relevantes e da divulgação de demonstrações financeiras com informações falsas ou distorcidas. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018;

WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto. A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018;

ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.