

ORGANIZADORES

ALBERTO **VENANCIO FILHO**

CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA **LOBO**

LUIZ ALBERTO COLONNA **ROSMAN**

# LEI das S.A.

em seus **40**<sup>ANOS</sup>

**Autores:** Alberto Venancio Filho • Arnaldo Wald • Carlos Augusto da Silveira Lobo • Carlos Leoni R. Siqueira • Eduardo Secchi Munhoz • Eliseu Martins • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Francisco Antunes Maciel Müssnich • Gabriel Jorge Ferreira • Guilherme Penalva Santos • Gustavo Tepedino • Jorge Hilário Gouvêa Vieira • José Alexandre Tavares Guerreiro • José Edwaldo Tavares Borba • Judith Martins-Costa • Julian Fonseca Peña Chediak • Luiz Alberto Colonna Rosman • Luiz Antonio de Sampaio Campos • Luiz Gastão Paes de Barros Leães • Luiz Leonardo Cantidiano • Luiza Rangel de Moraes • Manoel Vargas • Marcelo Barbosa • Marcelo Lamy • Marcelo Trindade • Marcelo Vieira Von Adamek • Nelson Eizirik • Paulo Cezar Aragão • Paulo Eduardo Penna • Paulo Penalva Santos • Pedro Paulo Cristofaro • Ricardo Tepedino • Sergio Bermudes

De acordo com o  
**Novo CPC**  
e a Lei 13.363/2016

**IDE** INSTITUTO DE  
DIREITO DA EMPRESA



## A "FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY" PODE SER APLICADA NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO?

NELSON EIZIRIK

**Sumário:** 1. Introdução – 2. A "fraud-on-the-market theory" – 3. Ações de responsabilidade no ordenamento jurídico brasileiro: 3.1 Ação de responsabilidade contra os administradores; 3.2 Ação de responsabilidade contra o acionista controlador; 3.3 As Leis 7.347/1985 e 7.913/1989 – Ação civil pública; 3.4 E a ação de responsabilidade contra a companhia? – 4. Observações finais – Referências bibliográficas.

### 1. INTRODUÇÃO

Há um crescente número de ações judiciais de classe propostas nos Estados Unidos contra companhias brasileiras que fizeram emissões públicas e/ou têm seus valores mobiliários negociados naquele país. A mais notória delas é a "ação de classe" ("class suit") em face da Petrobras, julgada em primeira instância, há cerca de um ano.<sup>1</sup>

Em tais ações judiciais tem sido invocada a chamada "Fraud-on-the-Market Theory" (teoria de fraude no mercado), aceita na jurisprudência norte-americana, a partir de alguns precedentes da Suprema Corte. Pode tal teoria ser invocada e aplicada entre nós?

O artigo será dividido nas seguintes seções: 2. A "fraud-on-the-market theory", tal como concebida e aplicada pelos tribunais norte-americanos; 3. As ações de responsabilidade no direito societário brasileiro: 3.1 contra os administradores; 3.2 contra o acionista controlador; 3.3 a ação civil pública; 3.4 e a ação de responsabilidade contra a companhia?; 4. Observações finais; e 5. Referências bibliográficas.

<sup>1</sup> Sentença do Juiz Jed S. Rakoff, U.S.D.J., United States District Court, South District of New York, July 9, 2015.

## 2. A “FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY”

A regulação federal do mercado de capitais nos Estados, desenvolvida nos primeiros anos da década de trinta, tem como um de seus princípios o da ampla divulgação de informações (“full disclosure”). Presume-se que os investidores, uma vez dispostos das informações relevantes sobre as companhias que emitem publicamente seus valores mobiliários (“securities”), estarão devidamente protegidos. Assim, o exame do mérito dos títulos cabe aos investidores, competindo ao Estado obrigar as companhias emissoras a provê-los das informações necessárias.

Em 1934, o Congresso norte-americano editou o *Securities Exchange Act* (“Exchange Act”), criando a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), com o objetivo de proteger os investidores e manter os mercados justos, ordenados e eficientes.

Dentre outras regras baixadas pela SEC para regulamentar o *Exchange Act*, destaca-se a *Rule 10b-5*, considerada uma das mais importantes normas sobre o combate aos ilícitos no mercado de capitais, a qual proíbe qualquer ato ou omissão que resulte em fraude ou falsidade relacionada à compra e/ou venda de valores mobiliários.<sup>2</sup> Tal regra foi de grande importância, inicialmente, no combate ao “insider trading”.

Em decorrência da aplicação dessa norma, especialmente em ações coletivas ajuizadas por investidores norte-americanos, originou-se a *fraud-on-the market theory*, desenvolvida pela jurisprudência dos tribunais.

De acordo com essa teoria, presume-se que os investidores, ao negociar valores mobiliários em mercados eficientes, ou seja, nos quais os preços das ações refletem todas as informações disponíveis, confiam (i) nas informações divulgadas pela companhia emissora, (ii) no regular funcionamento do mercado, e (iii) nos preços ali praticados.

Desse modo, para pleitear indenização por dano causado pela compra ou venda de papéis cujos preços encontravam-se artificialmente inflados ou depreciados, não é necessário demonstrar que a negociação ocorreu em razão das declarações fraudulentas, pois há a presunção relativa de confiança nas informações divulgadas pela companhia.

<sup>2</sup> “Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security”.

Nesse sentido foi a decisão da Suprema Corte Americana em 1988, ao pronunciar-se pela primeira vez sobre a matéria, no caso *Basic Inc. v. Levinson*, que se tornou o “leading case” sobre o assunto.

Em dezembro de 1978, a sociedade *Combustion Engineering Inc.* e a *Basic Incorporated* (“*Basic Inc.*”) deliberaram a sua fusão. Nos dois anos que antecederam a decisão, representantes de ambas sociedades realizaram diversas reuniões para discutir a operação. Durante esse período, a *Basic Inc.* pronunciou-se publicamente em 3 (três) ocasiões, nas quais negou a existência dessas tratativas e afirmou não ter conhecimento de qualquer motivo para a alta no volume de valores mobiliários negociados. *Levinson* era o representante da classe de ex-acionistas da *Basic Inc.* que vendeu suas ações entre a primeira declaração pública daquela companhia, no sentido de negar as acusações, e o anúncio de fusão. Foi movida a *class action* com fundamento na violação da *Rule 10(b)* e *10b-5*, alegando-se que as declarações da companhia foram enganosas e que os investidores que compunham a classe foram prejudicados pela venda de suas ações por preços depreciados artificialmente. Na decisão, a Suprema Corte afirmou que os tribunais inferiores aplicaram corretamente a presunção de confiança nas informações divulgadas e no preço praticado no mercado, conforme a *fraud-on-the-market theory*, livrando os requerentes de um ônus probatório excessivo. A aplicação da teoria seria condizente com o senso comum e conhecimentos de probabilidade: um investidor que negocia ações pelo preço determinado por um mercado impessoal, o faz confiando também na integridade daquele preço. Uma vez que as informações públicas estão refletidas no preço, a confiança do investidor nas declarações fraudulentas da companhia pode ser presumida para fins da *Rule 10b-5*.

Naquela ocasião, reafirmou-se o entendimento adotado nos tribunais inferiores de que a *fraud-on-the-market theory* fundamenta-se nos pressupostos de que: (i) em um mercado eficiente, os preços dos valores mobiliários resultam do conjunto de todas as informações disponíveis; e (ii) os investidores acreditam que tais preços são, efetivamente, reflexos desse conjunto de informações, o que é determinante na sua decisão de compra ou venda dos títulos.

Ademais, considera-se que a fraude não só atinge individualmente os investidores, mas também o mercado como um todo, ao distorcer os preços dos títulos nele negociados.<sup>3</sup>

Para invocar a *fraud-on-the-market theory* e, desse modo, estabelecer a presunção relativa de confiança, o autor da ação de indenização deve demonstrar que (i) a informação era de conhecimento público; (ii) o mercado em que se negociava o papel era eficiente; e (iii) a compra e/ou a venda ocorreu entre a divulgação da informação e a constatação da fraude. Por outro lado, caberá à companhia emissora

<sup>3</sup> GOLDBERG e ZIPURSKY, 2013, p. 110.

e a seus administradores afastarem essa presunção, comprovando que a informação divulgada não alterou significativamente o preço.

Nos Estados Unidos, conforme se percebe, é possível e amplamente aceita que os investidores promovam ações individuais ou coletivas contra a companhia para obter ressarcimento direto de prejuízos causados por fraudes ao mercado.

Tanto a SEC quanto os próprios investidores podem ajuizar a ação com base na *fraud-on-the-market theory* em face daqueles que tenham violado a *Rule 10b-5*, desde que presentes os seguintes requisitos:<sup>4</sup> (i) materialidade da informação falsa ou omissão cometida pelo réu da ação; (ii) que o réu tenha agido com intuito de fraudar, elemento conhecido no direito norte-americano como “*scienter*”;<sup>5</sup> (iii) relação entre a declaração falsa ou omissão e a compra ou venda do valor mobiliário; (iv) confiança do investidor na declaração divulgada; (v) perda econômica; e (vi) o “*loss causation*”.<sup>7</sup>

A materialidade de uma declaração falsa ou omissa é aferida com base na probabilidade de um investidor considerá-la importante ao tomar a decisão sobre o investimento.<sup>8</sup> Com efeito, a materialidade é uma questão de fato e de direito e, segundo a jurisprudência norte-americana, raramente é fundamento para improcedência do pedido, o que somente seria admitido nos casos em que

(...) the misstatements are “so obviously unimportant to a reasonable investor that reasonable minds could not differ on the question of their importance.”

O “*scienter*” consiste na intenção do agente de enganar, fraudar ou manipular. Discute-se sobre a aplicabilidade desse requisito às companhias, quando figuram no polo passivo da ação. O entendimento majoritário dos tribunais norte-americanos tem sido no sentido de que a companhia terá agido com *scienter* quando um agente

<sup>4</sup> Federal Rules of Civil Procedure: “Rule 17. Plaintiff and Defendant; Capacity; Public Officers. (...) (b) Capacity to sue or be sued is determined as follows: (...) (2) for a corporation, by the law under which it was organized; (...)”

<sup>5</sup> Conforme estabelecido pela Suprema Corte no caso *Dura Pharmaceuticals Inc. et al. v. Broudo*, n. 03-932, j. 19.04.2005.

<sup>6</sup> Definido, no caso *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 US, 185, 196 (1976) como o estado mental de enganar, manipular ou fraudar.

<sup>7</sup> “*Loss causation*” é o nexa causal entre a declaração falsa prestada pela companhia e os prejuízos sofridos por seus administradores e o prejuízo econômico sofrido pelo acionista. Sobre esse assunto, ver HAZEN, 2002.

<sup>8</sup> *IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187, 197 (2d Cir. 2009).

<sup>9</sup> *City of Pontiac Gen. Empl’yess’ Ret. Sys. v. Lockheed Martin Corp.*, 875 F. Supp. 2d 359, 360 (S.D.N.Y. 2012).

a ela ligado, por exemplo, um de seus diretores e/ou administradores, atuou com intenção fraudulenta.<sup>10</sup>

Os requisitos da relação entre a declaração falsa e a compra ou venda do valor mobiliário e o da confiança do investidor na referida declaração estão intrinsecamente relacionados. Uma vez que os investidores acreditam nas informações divulgadas pela companhia emissora e no fato de que os preços praticados refletem as informações, a declaração fraudulenta afetará a precificação dos papéis, levando-os a negociar valores mobiliários de boa fé sem desconfiarem que pode haver uma fraude em curso.

A perda econômica e a *loss causation* também estão diretamente associadas: constatada a perda econômica em decorrência da venda do papel por valor depreciado artificialmente ou da sua compra por preço erroneamente valorizado, deve ficar demonstrado que o dano foi causado aos investidores face à equivocada precificação do valor mobiliário pelo mercado, que decorreu da divulgação de informação fraudulenta.<sup>11</sup>

A *fraud-on-the-market theory* é de especial importância para as *class actions* ajuizadas por investidores contra as companhias e seus administradores, tal como no caso *Basic Inc. v. Levinson*.

O direito norte-americano admite a *class action*, que diferentemente da *derivative suit* – fundamentada no princípio de que, sendo a sociedade prejudicada, também o é o acionista –, possibilita ao investidor mover uma ação em face da companhia não apenas em seu benefício direto, mas, também, em prol de outros que tenham sofrido o mesmo dano.

Ou seja, a *class action* constitui uma ação coletiva prevista na legislação processual americana que permite a um grupo de pessoas, que comprovem fazer parte de uma mesma “classe” e que tenham sofrido um prejuízo comum, ajuizar ação de indenização pelos danos suportados conjuntamente.<sup>12</sup>

Nesses casos, a classe será representada por uma ou algumas dessas pessoas, que atuarão em defesa dos interesses de todas. A *Rule 23* do *Federal Rules of Civil Procedure* disciplina a *class action*, elencando os critérios gerais a serem observados, dentre os quais se destacam a existência de questões de fato e de direito que

<sup>10</sup> *Tellabs Inc. v. Makor Issues & Rights Ltd.*, 551 U.S. 308, 319 (2007). “When the defendant is a corporate entity, this means that the pleaded facts must create a strong interference that someone whose intent could be imputed to the corporation acted with the requisite *scienter*”. *Temsters Local 445 Freight Div. Pension Fund v. Dynex Capital Inc.*, 531 F.3d 190, 195 (2d Cir. 2008).

<sup>11</sup> Sobre o assunto, ver *John Schlick, Plaintiff-Appellant, v. Penn-Dixie Cement Corporation et al., Defendants-Appellees*, no. 1009, Docket 73-2677 (2d Cir., 1974).

<sup>12</sup> *Rule 23* do *Federal Rules of Civil Procedure*.

sejam comuns aos prejudicados e a prova de que a classe é tão numerosa que seria impossível a adesão de todos os membros.<sup>13</sup>

Especificamente para a *class action* fundamentada na fraude perpetrada contra o mercado, além dos requisitos gerais, o autor deve demonstrar que a ação atende às condições para o seu ajuizamento e tem fundamento na violação à *Rule 10b-5* do *Exchange Act*.

No entanto, diante das dificuldades advindas da necessidade de cada investidor individualmente provar que adquiriu ou vendeu valores mobiliários de determinada companhia confiando em suas informações e no regular funcionamento do mercado, no julgamento do caso *Basic Inc. v. Levinson*, a Suprema Corte norte-americana admitiu a presunção relativa de confiança nas informações prestadas pela companhia. Essa é a base da *fraud-on-the-market theory*.

A esse respeito, esclarece a doutrina que a Suprema Corte, no caso “Basic”, buscou conferir aos investidores que negociam num mercado eficiente com base em informações falsas ou enganosas o benefício da presunção de que negociavam confiando em tais informações.<sup>14</sup>

A eficiência do mercado é avaliada com base nos chamados “fatores Cammer”: porte da companhia; percentual relevante de ações em circulação; acompanha-

<sup>13</sup> “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 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”.

<sup>14</sup> GOLDBERG e ZIPURSKY, 2013, p. 150.

mento de suas atividades pela imprensa e por analistas financeiros; liquidez das ações; presença de grandes investidores institucionais; inexistência de oscilações bruscas; impacto na cotação das ações em decorrência de novos anúncios e eventos não previstos.

A partir do caso “Basic”, facilitou-se a adesão à ação coletiva por parte de qualquer investidor que tenha negociado com ações da companhia, desde a divulgação da informação até o momento da descoberta da fraude, na medida em que não há necessidade de provar que ele o fez confiando nessa informação. Essa presunção, no entanto, não é absoluta e pode ser elidida pelos acusados, demonstrando que não houve relação entre as declarações falsas ou omissas e o preço da ação.

Em decisões posteriores, a Suprema Corte reiterou a aplicação da *fraud-on-the-market theory* em ações coletivas, amenizando a necessidade de comprovação de certos requisitos da ação na fase preliminar de certificação da ação como uma *class action*,<sup>15</sup> viabilizando a adesão do maior número de investidores.

Em 2014, quando decidiu o caso *Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund Inc. v. Halliburton Co.* (“Halliburton I”),<sup>16</sup> a Corte determinou que, em ações de investidores supostamente lesados por violação à *Rule 10b-5* do *Exchange Act*, não há necessidade de demonstrar, na etapa de certificação, a “loss causation”.<sup>17</sup>

Em decisão posterior, no caso *Halliburton Co. et al v. Erica P. John Fund Inc.* (“Halliburton II”),<sup>18</sup> a Suprema Corte estabeleceu, ainda na fase de certificação, que

<sup>15</sup> A fase de certificação da classe é o momento do processo em que o juiz da causa verifica se a ação atende aos requisitos necessários para seguir como uma *class action*. A certificação pode ocorrer em qualquer momento anterior à sentença, por provocação do autor ou do réu, ou ainda de ofício pelo juiz. Negada a certificação, a ação prosseguirá como uma ação individual.

<sup>16</sup> A *Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund Inc.* promoveu ação coletiva contra *Halliburton Co.* alegando que a companhia teria divulgado informações falsas, no período de junho de 1999 a dezembro de 2001, sobre três aspectos diferentes do seu negócio: (i) sua potencial responsabilidade em processos judiciais envolvendo exposição ao amianto; (ii) adequação na contabilização dos negócios na área de engenharia e construção; e (iii) benefícios a serem auferidos pela companhia na fusão com a *Dresser Industries*. Os autores alegaram que sofreram prejuízos financeiros ao negociarem com ações da companhia no período acima, baseados nas informações falsas prestadas ao mercado.

<sup>17</sup> ANDERSON, MUELLER e CASEY, 2014.

<sup>18</sup> Entre 03.06.1999 e 07.12.2001, a *Halliburton Co.* teria divulgado informações distorcidas acerca de sua receita, de uma possível fusão e de potenciais obrigações. Em vista disso, o *Erica P. John Fund* ajuizou ação de reparação de danos contra a companhia, solicitando que o processo fosse classificado como uma *class action*. A *Halliburton*, contudo, se opôs ao pedido, sob o argumento de que as supostas distorções não teriam tido qualquer impacto no preço de suas ações. Em 2014, a Suprema Corte concluiu que a *Halliburton* poderia afastar a referida presunção ainda na fase de certificação de classe, desde que provasse que, de fato, não houve impacto nos preços. Assim, o processo foi enviado para a corte distrital,

é possível à companhia emissora e aos seus administradores afastar a presunção provando que a informação divulgada não foi responsável pela manipulação do preço, ou seja, que não se verificou o atendimento ao requisito da *loss causation*.<sup>19</sup>

A utilização da *class action* e da *fraud-on-the-market theory* nos Estados Unidos tem se mostrado um instrumento eficiente na reparação de danos causados a grandes grupos de investidores, além de apresentar uma relação risco/benefício atraente àqueles que consideram ingressar na ação como integrantes de determinada classe.

Grande parte dessas ações coletivas são promovidas e inicialmente patrocinadas por escritórios de advocacia especializados, que reúnem diversas causas individuais e conduzem o processo, sem quaisquer ônus para os autores. Conforme novos membros aderem à classe, o valor discutido na causa aumenta, bem como a probabilidade de encerramento da demanda por meio de acordo, uma vez que o elevado montante envolvido em eventual condenação constitui um grande risco para a companhia emissora e seus administradores. A propósito, quase todas as *class actions* terminam em acordo.

A *class action* é considerada como uma “free option” para aqueles que negociaram valores mobiliários durante o período afetado pelos preços artificiais oriundos da informação fraudulenta: os honorários advocatícios são cobrados *a posteriori*, estabelecendo-se um percentual sobre o valor acordado ou a eventual indenização determinada em sentença. Em caso de insucesso na demanda, os investidores que aderiram à *class action* não assumem qualquer tipo ônus decorrente do seu ajuizamento.

Se há um evidente incentivo para os investidores eventualmente lesados ingressarem com ações de classe com fundamento na *fraud-on-the-market theory*, existe discussão acadêmica sobre a sua utilidade para a adequada regulação do mercado de capitais. Por um lado, argumenta-se que o sistema norte-americano de “enforcement” privado, baseado em ações judiciais, provê sanções para os transgressores da lei que, no agregado, são mais efetivas que a regulação estatal.<sup>20</sup> Por outro lado, sustenta-se que a teoria já não goza de muito prestígio na esfera acadêmica, pregando-se uma atuação mais intensa da SEC para proteger eficazmente os investidores. Ou seja, melhor seria, nesta perspectiva, dobrar-se o orçamento da SEC, ao invés de incentivar-se as ações de classe.<sup>21</sup>

na qual o juiz decidiu pela certificação da *class action*, uma vez que a companhia não foi capaz de provar que o preço não foi impactado pelas informações fraudulentas.

<sup>19</sup> The United States Supreme Court. *Halliburton Co. et al v. Erica P. John Fund, Inc. fka Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund Inc.* n. 13-317, j. 23.06.2014.

<sup>20</sup> COFFEE, 2007.

<sup>21</sup> BRATTON e WACHTER, 2011.

### 3. AÇÕES DE RESPONSABILIDADE NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

Vigora em nosso ordenamento jurídico, por força dos arts. 186 e 927 do Código Civil, o princípio geral segundo o qual aquele que viola direito e causa dano a outrem pratica ato ilícito, ficando obrigado a repará-lo.

A disciplina da responsabilidade civil tem por fim viabilizar a reparação de prejuízos eventualmente provocados em razão da infração a um dever jurídico imputável ao agente.

A Lei das S.A. dispensou tratamento específico às ações de responsabilidade no âmbito das sociedades anônimas, tendo estabelecido nos arts. 117, 159 e 246 a obrigação de o acionista controlador, os administradores e a sociedade controladora ressarcirem os danos causados por atos ilícitos.

A Lei das S.A. é especial por referência à lei geral, o Código Civil. Como norma especial, afasta a incidência da norma geral; assim, aplicam-se às ações de responsabilidade civil dos administradores e acionistas controladores somente as regras da Lei das S.A.

#### 3.1 Ação de responsabilidade contra os administradores

Todo aquele que administra bens alheios fica obrigado a prestar contas e a observar os deveres que lhe são impostos. Ao não cumprir tais deveres, o administrador pratica ato irregular de gestão, que pode causar prejuízos à sociedade, aos acionistas e a terceiros.

A Lei das S.A. regula a ação social, que é deferida à companhia com vistas à recomposição de seu patrimônio. Como os acionistas têm o direito de participar nos lucros e no acervo da sociedade em caso de liquidação, todo prejuízo causado ao patrimônio da companhia afeta indiretamente o de seus sócios.<sup>22</sup>

Está legitimada a adotar medida reparatória contra o administrador a própria sociedade, por si, na ação social *ut universi*, ou por intermédio de seus acionistas, na ação social *ut singuli*, conforme disciplina o art. 159 da Lei das S.A.

Ainda que haja indícios de que o administrador atuou de forma ilegal, a companhia não é obrigada a ajuizar a ação de responsabilidade contra ele, uma vez que levará em consideração a gravidade do ilícito praticado, os danos efetivamente causados, os custos e os benefícios envolvidos e as reais possibilidades de êxito da demanda.

<sup>22</sup> PEDREIRA, 1996, p. 407.

Há 2 (duas) situações em que é permitido aos acionistas minoritários adotar medida reparatória contra os administradores, no interesse da companhia: (i) caso a assembleia delibere propor a ação de responsabilidade, mas não a ajuíze no prazo de 3 (três) meses, qualquer acionista poderá fazê-lo; e (ii) caso a assembleia delibere não propor a ação de responsabilidade, hipótese em que acionistas representando 5% do capital social podem promovê-la (§§ 3º e 4º do art. 159).

Ambas as hipóteses configuram a ação social *ut singuli*, que, no Brasil, ainda são raras. No entanto, são largamente praticadas nos Estados Unidos, onde denominam-se *shareholder derivative suit*.<sup>23</sup>

Nessa ação social, em qualquer de suas modalidades, o fundamento é a recomposição dos danos causados à companhia e, por isso, ela é que será indenizada. Quando movida pelo acionista, este atua como substituto processual; age em nome próprio, mas na defesa de interesses da sociedade.

Embora os resultados dessa ação defiram-se à companhia, sendo a decisão favorável, os minoritários que a ajuizaram devem ser ressarcidos de todas as despesas incorridas no processo, nelas incluídas, além das custas e taxas judiciais, honorários de advogado e despesas extrajudiciais, como cópias de documentos, pareceres, perícias, certidões etc. Incide sobre o valor a ser restituído, juros e correção monetária, nos termos do § 5º do art. 159.

Contudo, o montante total não pode exceder os resultados obtidos na demanda. O fundamento dessa limitação é evitar que a sociedade incorra em custos decorrentes de um ato que não foi por ela praticado e, principalmente, o de impedir demandas aventureiras contra os administradores.

O ressarcimento dos custos ao acionista depende não apenas do êxito da ação, mas também do efetivo recebimento pela companhia do valor da condenação. Por isso, quando são baixas as possibilidades de obter um resultado econômico satisfatório, muitas vezes tanto a sociedade quanto o acionista decidem não ajuizar a ação de responsabilidade.

Além da ação social, o acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato do administrador pode, conforme previsto no art. 159, § 7º, propor ação individual, visando à reparação de seu próprio patrimônio. Assim, ao contrário das ações sociais, que têm por fim reparar danos causados à companhia, as ações individuais têm por objeto o ressarcimento dos prejuízos causados aos acionistas e/ou a terceiros, que, nessa condição, foram diretamente prejudicados.

A distinção entre o objeto da ação social e o da ação individual é extremamente tênue. Há 3 (três) critérios para distingui-las: (i) o de prejuízo de natureza diversa, em que não se verifica dano material direto à companhia, como no caso

<sup>23</sup> EIZIRIK, 2015, p. 187-188.

do uso de informações confidenciais pelos administradores, em que os acionistas não possuem igualdade de condições em relação aos *insiders*; (ii) o do dano personalizado, em que se encontram todos os atos ilegais, antiestatutários e com abuso ou desvio de poder, discriminadamente dirigidos a determinado acionista, como a recusa do fornecimento de certidões de que trata o art. 100; e (iii) o da existência de relação contratual direta entre o acionista e o administrador, como na hipótese de abuso na utilização de procuração outorgada pelo acionista, na forma e para efeitos do art. 126.<sup>24</sup>

Na ação individual, o acionista pleiteia em nome próprio um direito seu; não está procurando recompor prejuízos da sociedade, mas prejuízos pessoais ocasionados por ato ou omissão do administrador. Em vista disso, os resultados da lide não são revertidos em benefício da companhia; pertencem ao demandante, assim como as eventuais perdas decorrentes da ação. Cabe ao acionista ou ao terceiro demonstrar a ocorrência de dano direto ao seu patrimônio em razão do ilícito praticado pelo administrador.

Nos termos do art. 134, § 3º, a aprovação sem reserva das demonstrações financeiras e das contas dos administradores opera a desoneração de sua responsabilidade, salvo erro, dolo, fraude ou simulação. Ou seja, a aprovação das contas sem ressalva pressupõe que os acionistas concordaram com a atuação dos administradores, liberando-os de responsabilidade por prejuízos eventualmente causados.

Por essa razão, prévia ou concomitantemente à propositura da ação de responsabilidade, é indispensável anular a deliberação assemblear que aprovou as contas dos administradores.<sup>25</sup> Para tanto, é necessário comprovar que tal deliberação estava eivada de um dos vícios mencionados.

### 3.2 Ação de responsabilidade contra o acionista controlador

Tanto a Lei das S.A. como a regulamentação editada pela CVM estabelecem o princípio de que constitui abuso de poder de controle qualquer decisão que não tenha por fim o interesse social, mas que vise a beneficiar o acionista controlador ou uma das sociedades integrantes do grupo, em detrimento da companhia, dos acionistas minoritários e de terceiros.<sup>26</sup>

<sup>24</sup> CARVALHOSA, 2011, p. 473-474.

<sup>25</sup> Nesse sentido, são as decisões proferidas pelo Superior Tribunal de Justiça ("STJ"), nos Recursos Especiais (i) 950.104-DF, Rel. Min. Massami Uyeda, j. 19.03.2009; (ii) 257.573, Rel. Min. Ari Pargendler, j. 08.05.2001; e (iii) 256.596, Rel. Min. Antonio de Pádua Ribeiro, j. 08.05.2001.

<sup>26</sup> Instrução CVM 323/2000.

O art. 117 estabelece que o “acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder”. O art. 246, por sua vez, determina que, caracterizado o abuso do poder de controle, a sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia, em consonância com o disposto nos arts. 116 e 117.

Para ficar caracterizada a atuação abusiva, é indispensável a prova do dano efetivo causado à companhia. Ademais, a lesão não pode ser meramente possível ou hipotética; deve ser atual e concreta.<sup>27</sup>

A ação de responsabilidade civil do controlador pelos prejuízos causados à companhia pode ser proposta, em primeiro lugar, por ela própria, lesada direta, o que dificilmente ocorre, pois o controlador, em geral, não aprova essa deliberação em assembleia.

Desse modo, a Lei das S.A. conferiu legitimidade aos acionistas minoritários para o seu ajuizamento. Trata-se, também, de ação social *ut singuli*, pois o acionista busca em juízo a restauração do patrimônio da companhia lesada pela atuação abusiva do seu controlador. Tal como na hipótese do art. 159, o minoritário atua como substituto processual, uma vez que propõe a demanda em nome próprio, mas no interesse da sociedade, à qual pertencerá o seu resultado.

Ou seja, a ação contra o acionista controlador guarda estreita analogia com a de responsabilização dos administradores.

A ação social para haver reparação cabe a acionistas da sociedade controlada que representem, pelo menos, 5% do capital ou a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogados devidos caso a demanda seja julgada improcedente.

Quando a ação é movida por acionistas representando mais de 5% do capital, não há necessidade de caução, tendo em vista que se presume o legítimo interesse dos autores, dada a sua participação acionária relativamente expressiva.

Na hipótese de percentual inferior a 5%, exige-se a caução como meio de desestimular lides temerárias, cujo valor será fixado pelo juiz.

Nos termos do art. 246, § 2º, quando condenada, além de reparar o dano causado ao patrimônio da companhia e arcar com as custas, a sociedade controladora deverá pagar honorários de advogado limitados a 20% e prêmio de 5% ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.

A medida reparatória prevista no art. 246, embora regulada como uma ação a ser proposta por acionistas da sociedade controlada contra a sociedade contro-

<sup>27</sup> Nesse sentido é a decisão proferida pelo STJ no Recurso Especial 798.264-SP, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes de Direito, j. 06.02.2007.

ladora, pode ser ajuizada contra qualquer controlador, seja este uma sociedade, um acionista individual ou um grupo de acionistas.

### 3.3 As Leis 7.347/1985 e 7.913/1989 – Ação civil pública

A ação civil pública tem como finalidade a defesa do patrimônio público e social, do meio ambiente e de outros interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos.

Encontra-se disciplinada pela Lei 7.347/1985 a ação civil pública de responsabilidade por danos morais e patrimoniais causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico, a qualquer outro interesse difuso ou coletivo, por infração da ordem econômica, à ordem urbanística, à honra e à dignidade de grupos raciais, étnicos ou religiosos e ao patrimônio público e social.

Estão legitimados para propor essa ação o Ministério Público, a Defensoria Pública, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, a autarquia, empresa pública, fundação ou sociedade de economia mista e determinadas associações que preencham os requisitos estabelecidos em lei.

Na ação civil pública regulada pela Lei 7.347/1985, havendo condenação em dinheiro, nos termos do art. 13, a indenização pelo dano causado

(...) reverterá a um fundo gerido por um Conselho Federal ou por Conselhos Estaduais de que participarão necessariamente o Ministério Público e representantes da comunidade, sendo seus recursos destinados à reconstituição dos bens lesados.

Em casos específicos relacionados ao mercado de valores mobiliários, sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, entre outros, poderá, com base na Lei 7.913/1989, adotar medidas judiciais necessárias para obter ressarcimento ou evitar 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 ao 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.

São partes legítimas para o ajuizamento da ação civil pública, por força do disposto no art. 1º da Lei 7.913/1989, o Ministério Público, e face à aplicação supletiva da Lei 7.347/1985, a CVM e as associações que têm por fim a proteção dos investidores do mercado.

De acordo com o art. 2º da Lei 7.913/1989, as importâncias obtidas com a condenação revertem-se em benefício dos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo, ficando depositadas em conta remunerada à disposição do juízo. Após convocados por edital, os investidores podem se habilitar ao recebimento da parcela que lhe couber.

### 3.4 E a ação de responsabilidade contra a companhia?

As ações de classe com amparo na *fraud-on-the-market theory* são de larga utilização nos EUA por serem propostas contra as companhias. Muito dificilmente os administradores poderiam arcar com as indenizações milionárias previstas em tais ações judiciais. Também não faria sentido propô-las contra os acionistas controladores, pois a imensa maioria das companhias com ações negociadas publicamente não tem controlador, dada a pulverização dos títulos no mercado.

E entre nós, caberia à ação de responsabilidade contra a companhia com fundamento na divulgação de informações enganosas ou falsas?

Com efeito, a *fraud-on-the-market theory*, conforme antes analisado, permite aos investidores acionarem a companhia pleiteando indenização por dano causado pela compra ou venda de títulos cujas cotações encontravam-se artificialmente inflados ou depreciados em decorrência da divulgação de informações falsas ou enganosas.

Entre nós, a situação parece bastante diferente, dadas algumas feições fundamentais da disciplina legal das companhias.

Nos termos do art. 158 da Lei das S.A., o administrador não é pessoalmente responsável por obrigações assumidas pela companhia em virtude de ato regular de gestão. Como o administrador atua como órgão da companhia, é ela quem pratica o ato e, conseqüentemente, contrai a obrigação. Assim, obrigações contraídas pela companhia mediante ato regular de gestão do administrador são por ela suportadas com exclusividade, ainda que se revelem danosas.

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 art. 155 da Lei das S.A., caso em que responde pessoalmente pelos danos.<sup>28</sup>

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.

<sup>28</sup> EIZIRIK, 2015, p. 173.

No modelo adotado pela Lei das S.A., conforme a Exposição de Motivos ao Projeto de Lei, buscou-se elaborar um sistema baseado nos seguintes princípios: ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptam ao tipo de empreendimento e às condições do mercado; devendo a essa liberdade corresponder regras estritas de responsabilidade dos administradores e do acionista controlador.<sup>29</sup>

Assim, não se previu na Lei das S.A. ação de responsabilidade contra a companhia por divulgar informações falsas ou enganosas ou mesmo por deixar de divulgar informações sobre fatos relevantes. Tais atribuições são dos administradores, nos termos do art. 157 da Lei das S.A., daí decorrendo a sua responsabilidade pelos danos causados por seu comportamento ilegal. Caso o acionista controlador tenha induzido o administrador a praticar ato ilegal ou a descumprir seus deveres (dentre os quais o de informar) poderá também ser responsabilizado por ter praticado abuso de poder (art. 117, § 1º, e).

No modelo de regulação de nosso mercado de capitais, tal como adotado pela CVM, os administradores da Companhia Aberta são os responsáveis pela adequada divulgação de informações. Conforme a regulamentação da CVM, cabe ao "diretor de relações com investidores", cargo obrigatório na companhia aberta, a responsabilidade primordial pela prestação de informações exigidas pela legislação e pelas normas administrativas.<sup>30</sup>

Eventualmente poder-se-ia cogitar da ação de responsabilidade contra a companhia por força da alínea "g" do inciso II do art. 287 da Lei das S.A., acrescentada pela Lei 10.303/2001. O dispositivo estabelece que prescreve em 3 (três) anos "a ação movida pelo acionista contra a companhia, qualquer que seja o seu fundamento".

O dispositivo previsto na alínea "g" do inciso II do art. 287 aplica-se apenas aos direitos dos acionistas que derivam da sua posição de sócio, às relações com a sociedade em decorrência do vínculo societário, não àquelas que a sociedade poderia ter com qualquer terceiro. Ou seja, somente caberia cogitar-se da incidência da norma caso o acionista demandasse contra a companhia buscando a satisfação de direito ou exoneração de dever contraído na condição de acionista.<sup>31</sup>

Uma demanda por infração ao dever de informar não teria como objeto infração decorrente de vínculo societário, mas, ao contrário da relação que a companhia poderia ter com qualquer terceiro, investidor do mercado de capitais, não necessariamente acionista da companhia. Assim, a nosso ver, o dispositivo

<sup>29</sup> PEDREIRA e LAURY FILHO, 1993, p. 223.

<sup>30</sup> Instrução CVM 480/2009, art. 45.

<sup>31</sup> ROSMAN e BULHÕES-ARIEIRA, 2009, p. 2.112-2.113; e LAZZARESCHI NETO, 2010, p. 689-691.

não legitima o investidor do mercado de capitais a responsabilizar a companhia por danos eventualmente decorrentes de infração ao dever de informar.

Ainda que fosse admitida tal demanda, no contexto de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, tendo em vista as disposições regulamentares da CVM,<sup>32</sup> deve-se atentar para a enorme dificuldade de êxito. Em primeiro lugar, a responsabilidade da ofertante, se existente, é de natureza subjetiva. Em segundo lugar o Autor da ação deveria provar o nexo causal, diversamente do que ocorre nos Estados Unidos, conforme antes analisado. Trata-se de prova extremamente difícil, em decorrência do caráter relativamente aleatório que caracteriza os negócios realizados no mercado de capitais. Com efeito, o teste mais comum para verificar se a falha na informação causou prejuízos é a análise das cotações em Bolsa, o qual nem sempre é conclusivo. Não há, entre nós, presunção de que a queda das cotações foi devida à revelação de falhas nas informações, podendo o emissor eximir-se da responsabilidade se demonstrar que houve o concurso de outros fatores.<sup>33</sup>

#### 4. OBSERVAÇÕES FINAIS

Conforme analisado, nos Estados Unidos, os investidores que se julgaram prejudicados pela divulgação de informações falsas ou incompletas de companhias abertas, desde que tenham adquirido os valores mobiliários no mercado de capitais, podem adotar, com fundamento na Rule 10b-5 do Exchange Act e na *fraud-on-the-market theory*, medidas judiciais contra a própria companhia e/ou seus administradores.

De acordo com essa teoria, presume-se que aqueles que negociam valores mobiliários em mercados eficientes depositam confiança nas informações divulgadas pelas companhias emissoras e no regular funcionamento do mercado.

Para os investidores pleitearem indenização por dano causado pela compra ou venda de papéis cujos preços encontravam-se artificialmente inflados ou depreciados, não é necessário provar que a negociação se deu em razão de declarações fraudulentas. Há uma presunção relativa de confiança nas informações divulgadas e nos preços dos valores mobiliários praticados no mercado, o que facilita a propositura de ações judiciais. O ônus da prova não compete aos autores, mas sim à companhia, que terá que comprovar que a informação divulgada não afetou significativamente os preços praticados no mercado.

<sup>32</sup> A Instrução CVM 400, em seu art. 56, estabelece que o ofertante (companhia emissora) é responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações por ocasião do registro da emissão pública e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

<sup>33</sup> ARAGÃO, 2010, p. 249-250; PITTA, 2013, p. 355.

Um investidor pode, por meio de *class action*, requerer indenização à companhia emissora em seu benefício, bem como dos demais que tenham sofrido prejuízos.

Essa ação coletiva constitui instrumento eficiente na reparação de danos causados a grandes grupos de investidores, além de apresentar uma relação custo/benefício bastante atraente àqueles que nela ingressam. É considerada uma "free option", pois não implica um ônus para os autores na hipótese de insucesso, uma vez que eles não arcam com a verba de sucumbência.

Assim, nos Estados Unidos, os investidores podem promover ações individuais ou coletivas contra a companhia e/ou seus administradores buscando ressarcimento dos prejuízos diretamente causados ao seu patrimônio.

O ordenamento jurídico brasileiro, por sua vez, não prevê qualquer medida reparatória que possa ser movida por acionistas diretamente contra a companhia a fim de obter ressarcimento por danos causados ao seu próprio patrimônio. Além disso, diferentemente do que preceitua a *fraud-on-the-market theory*, o autor da ação de responsabilidade no Brasil é obrigado a demonstrar o ato ilícito praticado, o dano e o nexo de causalidade. O prejuízo não pode ser presumido, deve ser certo e atual.

Isto significa que os investidores estão melhor protegidos nos Estados Unidos do que no Brasil? Não necessariamente. Embora seja sempre difícil medir a eficácia de modelos diferentes, uma comparação já feita academicamente, inclusive com base em casos concretos, indicou que a aplicação da lei, via ações judiciais de classe movidas por investidores lesados, é mais eficaz nos Estados Unidos, permitindo-lhes recuperar os prejuízos sofridos; por outro lado, constatou-se, em tais casos, falhas na atuação do órgão regulador, a SEC. Em sentido contrário, o "enforcement" privado no Brasil foi considerado fraco, porém a atuação da CVM revelou-se eficiente ao punir com alguma severidade os administradores das companhias.<sup>34</sup>

Parece haver uma diferença importante nos valores que são priorizados: nos Estados Unidos, particularmente por meio das ações de classe, é a indenização, a qualquer preço, dos investidores; entre nós, no modelo adotado pela Lei das S.A. buscou-se conciliar os diferentes interesses na companhia, enfatizando-se a preservação da empresa.

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSON, Roberta D.; MUELLER, Nicole C.; CASEY, John B. Halliburton II: Supreme Court Upholds Fraud on the Market Presumption, but gives securities Defendants a Fighting Chance at defeating Class Certification, julho 2014. Disponível em: <<http://www.klgates.com>>.

<sup>34</sup> GORGA, 2014.

- ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneo*. São Paulo: Malheiros, 2010.
- BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L. The Political Economy of Fraud on the Market. Institute for Law and Economics, University of Pennsylvania Law School, *Research Paper* n. 11-17, 2011.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. vol. 3.
- COFFEE JR., John C. Law and the Market: The Impact of Enforcement. *156 UPA Law Review*, 2007.
- EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. vol. 3.
- GOLDBERG, John C. P.; ZIPURSKY, Benjamin C. The Fraud-on-the-Market Theory. *Vanderbilt Law Review*, Nashville, v. 66, out. 2013.
- GORGA, Érica. Is the US Law Enforcement Stronger than that of a Developing Country? The Case of Securities Fraud by Brazilian Corporations and Lessons for the Private and Public Enforcement Debate. *Yale Law & Economics Research Paper*, n. 520, 2014.
- HAZEN, Thomas. *The Law of Securities Regulation*. 5. ed. West, 2002, §12.11.
- LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. – pressupostos, elaboração, modificações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. vol. 1. \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *A Lei das S.A. – pareceres*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996. vol. 2.
- LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.
- PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Responsabilidade civil do diretor de S.A. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. – pareceres*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. vol. 2.
- PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; BULHÕES-ARIEIRA, Bernardo A. Prazos prescricionais em espécie. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. vol. 2.