

CARVALHOSA, LEÃES E WALD  
ORGANIZADORES



# A RESPONSABILIDADE CIVIL DA EMPRESA PERANTE OS INVESTIDORES

## CONTRIBUIÇÃO À MODERNIZAÇÃO E MORALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

PREFÁCIO POR ARNOLDO WALD E THEODORO DE ARAÚJO



MODESTO CARVALHOSA	BRUNO L. PEIXOTO
LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES	MARINA ARAÚJO
ARNOLDO WALD	ALBERTO CAMIÑA MOREIRA
FÁBIO ULHOA COELHO	VIVIANE MULLER PRADO
MARÇAL JUSTEN FILHO	

QUARTIER LATIN

**Capítulo 2**  
**A RESPONSABILIDADE CIVIL DAS**  
**COMPANHIAS DE MERCADO –**  
**A TUTELA COLETIVA DOS**  
**INVESTIDORES EM SEDE ARBITRAL**

**Luiz Gastão Paes de Barros Leães**

*Professor Titular de Direito Comercial da Universidade de São Paulo*

*Visiting Scholar in residence - Columbia University Law School New York*

## 1. EXPOSIÇÃO E CONSULTA

1.1. Somos honrados pelos ilustres colegas Theodoro Araújo e Arnoldo Wald, com a Consulta a seguir reproduzida. Segundo o relato que fazem do caso, os fundos de pensão estrangeiros +++ e +++ (“Investidores”) negociaram entre 2010 e 2015 ações na Bolsa&FBovespa (“Ações da Bovespa”) e ADRs (“American Deposit Receipts”) no exterior de emissão da Petróleo Brasileiro S.A. Petrobras que, em parte, alienaram por ocasião da divulgação de informações acerca da Operação Lava-Jato e que, em parte, ainda mantém em sua carteira.

Diante da evidência das fraudes cometidas e da decorrente mudança radical dos valores das ações, os Investidores iniciaram uma ação civil coletiva (“*class action*”) contra a Petrobras nos Estados Unidos, alegando que a prestação de informações falsas ou incompletas em balanços, bem como as omissões de fatos relevantes até em prospectos da empresa por ocasião de aumentos de capital, tendo em vista um esquema amplo de corrupção formado na companhia, com o desvio de recursos da mesma para terceiros, além de manipulações de preço de gasolina por determinação da União, e outros atos fraudulentos, teria causado um prejuízo inestimável aos acionistas, pois o patrimônio da empresa baixara em dezenas de bilhões de reais em virtude de tais atos ilícitos (“Caso Petrobras”).

1.2. Nessa ação proposta nos Estados Unidos, o juiz reconheceu o cabimento, em tese, da ação e de sua competência em relação às ADRs, mas considerou que não tinha jurisdição para apreciar o caso das Ações da Bovespa, atendendo no particular à defesa da Petrobras, que invocou a competência da justiça brasileira, e mais especialmente da arbitragem, em virtude de disposições do Estatuto da empresa. A decisão norte-americana na matéria foi fundamentada e os demandantes decidiram não recorrer da mesma, mas almejam agora requerer uma arbitragem no Brasil para que seja reconhecido o seu direito a uma justa reparação com as ações adquiridas, de acordo com a lei e a regulamentação brasileiras.

1.3. Entendem que cabe aqui arbitragem, como aliás a própria Petrobras o reconheceu no processo norte-americano, pois, de acordo com o artigo 58 do Estatuto Social da empresa, os conflitos entre a companhia e os acionistas deverão ser resolvidos por meio de processo arbitral, aplicando-se a cláusula estatutária tanto em relação aos acionistas

atuais quanto aos ex-acionistas. Na realidade, a norma em apreço não trata da legitimação processual, mas cria uma "situação jurídica objetiva" nas relações societárias, de modo que tanto se aplicaria aos atuais, como aos antigos acionistas, mesmo que atualmente tenham perdido essa condição. O caráter objetivo da norma também decorreria do disposto no artigo 109, parágrafo 3º, da Lei das Sociedades por Ações ("LSA"), com a redação imprimida pela Lei nº 10.303/2001.

1.4. Entendem os Fundos que a responsabilidade da empresa pelos atos dos seus órgãos decorre do próprio sistema jurídico, pois, embora os diretores e conselheiros não sejam seus prepostos, são seus mandatários e/ou representantes, não havendo dúvida quanto à responsabilidade da companhia por seus atos, sem prejuízo da responsabilidade pessoal de quem cometeu o ato ilícito, e também da responsabilidade do controlador nos casos legalmente previstos. A representação da empresa pelos diretores é consagrada pelos artigos 134, par. 1º, e 144 da LSA. No mandato, a responsabilidade é do mandante, mormente se, de um modo ou de outro, explícita ou tacitamente, tenha ratificado os seus atos (CC arts. 663 e 665), sendo evidente que, no caso em foco, não se trata de gestão de negócios que presume a ausência de autorização genérica do interessado (CC. Art. 861).

1.5. É verdade que a legislação aplicável às sociedades anônimas não se refere a essa responsabilidade da empresa social, mas não o fez simplesmente por se tratar de princípio geral e de norma aplicável em todo o direito civil e comercial relativo às sociedades. De resto, a proteção do acionista minoritário contra abusos e desvios da maioria foi um dos pilares da LSA. A legislação posterior explicitou melhor ainda a responsabilidade da companhia não somente perante os acionistas, mas também em face de todos os investidores no mercado de valores mobiliários, como se verifica tanto na lei penal (Lei nº 4.792/1986, artigos 3º, 4º, 6º, 7º e 18, e 21, parágrafo ún.), como na Lei nº 7.913/1989, que, sobre ser uma lei de índole processual, tem também caráter material, pois cogita de uma ação civil específica, a ser intentada pelo Ministério Público.

Incluindo uma norma de direito substantivo, esse diploma assegura o direito individual dos investidores (não apenas acionistas), porventura lesados, de pedir reparação em face da companhia, enumerando as

infrações que dão ensejo à responsabilidade no campo do mercado de capitais. Cabe igualmente destaque a Lei nº 12.846/2013, que prevê a responsabilidade civil da pessoa jurídica pela prática de atos de corrupção.

1.6. Acresce que, no caso de balanço de exercício, avisos de fato relevante que deveriam ser publicados e não o foram, prospectos incompletos e outros atos societários, afigura-se patente na lei societária que a responsabilidade é da sociedade, por se tratarem de atos complexos, de que participam os diversos órgãos da sociedade, com a contribuição de diversos funcionários e conselheiros.

1.7. Três argumentos foram invocados para excluir a responsabilidade da sociedade no caso: o primeiro, de que a sociedade é vítima, não devendo ser, portanto, responsabilizada; o segundo, de que a indenização de alguns acionistas iria prejudicar os demais; e o terceiro, de que os atos praticados pela companhia deveriam ser imputados aos administradores, ou ao controlador, que efetivamente os teriam materializado. Ocorre que o fato de ser vítima não impede que a sociedade seja simultaneamente responsável, pois é vítima em relação a alguns acionistas, e responsável em relação aos outros. Se, por exemplo, houver um desfalque na sociedade em relação a dinheiro nela depositado por terceiro, a empresa é vítima do ato ilícito, mas responsável perante o depositante. O fato de o depositante ser terceiro não acionista, ou não, não importa para a caracterização da responsabilidade. A consequência de ser paga uma indenização a um acionista em detrimento dos outros é, de um lado, risco próprio do negócio, e, de outro, apenas induz a sociedade a exercer sua ação regressiva contra o autor do dano para restabelecer o seu patrimônio.

Finalmente, sendo a sociedade pessoa jurídica, e atuando em nome próprio, justo é que aos seus administradores e ao seu controlador se atribua uma responsabilidade solidária pelos atos praticados pela empresa social, mas não a exime ou exclui do dever de indenizar o prejuízo causado.

1.8. No caso em pauta, dada a extrema complexidade do esquema de corrupção implantado na Petrobras ao longo de mais de dez anos, observa-se a quase impossibilidade de se relacionar de forma completa e universal todas as fraudes e todos os atos ilícitos praticados por negligência ou dolo na companhia, assim como estabelecer um nexos causal dos mesmos com o *quantum* de prejuízo sofrido pelos investidores em

decorrência das transações efetuadas no mercado de valores mobiliários. Nessas condições, força é que se adote, para cálculo das perdas sofridas pelos Investidores, uma metodologia baseada em econometria, que leve em consideração o impacto sobre os valores do mercado mobiliário da revelação ao público da existência dos malfeitos e das cifras dos atos ilícitos, assim como do descumprimento da Petrobras de sua obrigação de transparência, com regulares e fidedignas comunicações ao mercado.

1.9. Nessas condições, cogitando os consulentes de ingressar com pedido de arbitragem com o objetivo de ver compostos os prejuízos sofridos pelos fundos, somos indagados sobre os seguintes pontos:

- a) Teria o fundo legitimação ativa para requerer uma arbitragem contra a Petrobras, seja em relação às ações que atualmente possui, seja com relação às que já alienou, pleiteando indenização pelo prejuízo decorrente da radical diminuição do valor dos títulos em virtude das informações de fraude ora veiculadas pelo inquérito da Operação Lava-Jato, que repercutiram profundamente no mercado?
- b) Podem os fundos em foco pedir a instauração da arbitragem tão somente contra a Petrobras e não contra a União, acionista controlador, e/ou os administradores que foram diretamente acusados de atos ilícitos?
- c) Pode o prejuízo sofrido pelos consulentes ser considerado como prejuízo direto e não indireto, tanto mais que irá pleitear reparação pelos danos que sofreu pessoalmente, fundamentando o seu pleito em bases até diferentes dos prejuízos experimentados pela sociedade?
- d) Haveria base legal e regulamentar no direito brasileiro, na doutrina e na jurisprudência, para que se possa afiançar que os consulentes lograrão vitória no processo arbitral?
- e) A evolução doutrinária e jurisprudencial a respeito do tema, a mudança da estrutura societária da maioria das companhias abertas e as novas circunstâncias econômicas e sociais que ocorreram no País justificam que se possa dizer que as dúvidas que porventura remanesçam em relação à responsabilidade das companhias em casos de ilícitos cometidos por seus

conselheiros, diretores, empregados e agentes, no exercício de suas funções, tenham se dissipado? Especificamente no que tange aos atos e omissões praticados na informação ao público, poder-se-ia assegurar hoje, sem margem a dúvidas, que as companhias são de fato responsáveis?

- f) Dentro de um grau razoável de certeza jurídica, poder-se-ia hoje afirmar que a matéria se tornou pacífica, não havendo espaço para dúvidas a respeito da interpretação das normas pertinentes ao assunto atualmente em vigor no País?
- g) Tendo em vista a descrição do caso, entende-se inevitável a necessidade de se adotar o método econométrico para a avaliação das perdas sofridas pelos acionistas/investidores no mercado de valores mobiliários, à vista do impacto que na cotação do preço das ações possa ter havido com a revelação das fraudes praticadas no âmbito da Petrobras, as quais ou não foram reveladas ao público pela empresa, ou foram divulgadas erroneamente, com incorreções, ou até mesmo veiculadas com induções a equívocos?

1.10. A resposta aos quesitos acima formulados exige que, preliminarmente, se faça um pormenorizado exame de uma série de definições e conceitos, aflorados no relato acima reproduzido, mas que necessitam de uma maior explanação.

## 2. A ESTRUTURA ORGÂNICA DA SOCIEDADE ANÔNIMA

2.1. Inicialmente cabe abordar os princípios que informam a disposição e a ordem das partes que compõem a estrutura de uma sociedade anônima, pondo em foco a questão da natureza da relação que se estabelece entre os administradores e a companhia, uma vez que a natureza desse vínculo é determinante na caracterização dos deveres, a que os administradores estão submetidos, e, conseqüentemente, do regime da responsabilidade que lhes é aplicável.

2.2. Durante muito tempo, prevaleceu no direito societário brasileiro um enfoque puramente *contratualista* da sociedade. Desde a edição do decreto-lei 2.627, de 1940, porém, o direito societário adotou a teoria *institucionalista* da companhia, segundo a qual a sociedade anônima é encarada

como um ente coletivo estruturado mediante a *organização* de diferentes centros de imputação de poderes funcionais, estabelecidos por lei, tanto para a formação da vontade coletiva como para a sua exteriorização, execução e fiscalização<sup>1</sup>. Esses polos de atribuições de poderes, componentes e integrantes da sociedade, são designados pela própria legislação de órgãos sociais. Órgãos sociais são, portanto, núcleos de imputação de poderes funcionais, exercidos por um ou mais indivíduos, de que são investidos com o objetivo de expressar a vontade imputável à pessoa jurídica.

2.3. Entre esses órgãos sociais, a que são atribuídas funções determinadas, estão os *órgãos da administração*, encarregados das funções de gestão e de representação do ente coletivo. Daí dizer-se que 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. À semelhança do que ocorre em relação aos aparelhos do Estado (pois foi no Direito Público que se buscaram os subsídios para a formulação da teoria organicista no contexto das sociedades por ações), os órgãos da companhia dispõem de *funções* derivadas de um *estatuto legal*, estando os seus membros (assim como estão os servidores públicos) submetidos a um regime que não é propriamente resultante de um acordo de vontade de partes contratantes, mas desenhado e imposto pela lei societária e por normas de natureza estatutária ou assemblear<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Essa concepção organicista foi inicialmente introduzida pela *Aktiengesetz* alemã de 1937, acolhida pelo Código Civil Italiano de 1942 (art. 2.363 ss.), pela lei espanhola de sociedades anônimas de 1951 (art. 71 ss.), e, tacitamente, pela lei francesa de sociedades comerciais 66-537, de 24.7.66, assim como mantida pela *Aktiengesetz* de 6.9.65. E no Brasil, pelo Decreto-lei 2.627. Lopes Pontes, ao comentar o assunto, advertia que, aceitando tacitamente a concepção orgânica, a lei nem uma vez usou as expressões mandato, mandante ou mandatário, dizendo apenas que as anônimas seriam administradas por um ou mais diretores (in *Sociedades Anônimas*, Rio, 4ª edição, 1957, v. II, p. 506). Gudesteu Pires, na mesma ordem de considerações, sustentava, em escólio ao diploma de 1940, que "a relação jurídica entre a sociedade e os diretores não é a de mandato, nem de locação de serviços. A vontade da sociedade se manifesta pelos próprios diretores; estes não são estranhos à pessoa da sociedade, como o mandatário o é em relação ao mandante, ou o locador de serviços em relação ao locatário" (*Manual das Sociedades Anônimas*, Rio, 1942, p. 244). E Valverde, autor do anteprojeto que se converteu em lei, faz referência expressa à conceituação organicista: "os administradores são os órgãos permanentes da sociedade: são os gestores do patrimônio social" (*Sociedades por Ações*, Forense, Rio, 1942, II, p. 275).

<sup>2</sup> Já Vivante, ao criticar a tese do mandato, formulou a teoria segundo a qual o administrador exerce uma função, submetida a um regime legal - um *ufficio* -, como registra no seu *Trattato* (5ª edição, Milão, 1954-55, t. II, nº 551). O conceito de órgão foi buscado



2.4. Em suma, a condição de administradores não decorre de um mandato, ou de um pacto de prestação de serviços, porventura entre eles celebrado, mas do ato jurídico unilateral de sua nomeação em assembleia ou em reunião do conselho de administração, mediante o qual lhe são atribuídos poderes e deveres previstos em lei e que os qualificam como integrantes do órgão administrativo. Daí porque, enquanto encarada como órgão encarregado da atividade da gestão e de relação externa com terceiros, desenvolvida pela sociedade, a administração não “representa” propriamente a companhia na realização do ato societário, como ocorreria caso fosse caracterizada como prestadora de serviços ou mandatária da sociedade, mas a “*presenta*” na prática do ato. Ou seja, age como se o órgão de administração encarnasse a sociedade, permitindo que, assim corporificada, estivesse, ela própria, “*presente*” no ato societário<sup>3</sup>.

2.5. Realizados pelos seus integrantes, os atos gerados pelo órgão administrativo entram, portanto, no mundo jurídico como atos praticados pela pessoa jurídica que gerem e representam. Em outras palavras, quando a sociedade age por intermédio de seus administradores, é ela mesma quem manifesta *a sua vontade e pratica o ato jurídico*.

2.6. É o que sublinhamos em vários trabalhos, dentre os quais destaco a seguinte passagem:

*“Cumpre frisar que, tanto os órgãos internos deliberativos e executivos, quanto os órgãos externos encarregados da atividade jurídica de relação com terceiros, desenvolvem uma atividade que deve imputar-se diretamente ao ente jurídico que integram. A relação orgânica não é uma relação intersubjetiva, quer dizer, não dá lugar àquele desdobramento entre atividade jurídica imputada ao agente e os efeitos da mesma, imputadas ao interessado, que é característico, por ex., das modalidades de representação. A pessoa coletiva exerce a sua capacidade de agir, atuando através dos seus órgãos, e experimenta na sua esfera jurídica os efeitos da atividade, que é sua, mas desenvolvida pelos órgãos sociais.” (...). Assim “se existe, dentro do prisma organicista, uma completa identificação entre a pessoa jurídica e os seus órgãos (considerados como partes daquela),*

---

no Direito Público (cf. Giancarlo Frè, *L'organo amministrativo nelle società anonime*, Roma, 1938, p. 7 ss.).

3 A expressão é cara a Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, Borsoi, RJ, 1954, v. 1, par. 97 (p. 412), v. 3, par. 308 (p. 230) e v. 50, par. 5.331 (p. 383).

*não cabe falar aí em duas vontades distintas, mas identificadas em uma única vontade - a da pessoa jurídica.*<sup>4</sup>

2.7. Quer dizer, como órgão social, o administrador, diversamente do que ocorre com o mandatário e o prestador de serviços, não é um "terceiro" em relação à sociedade, mas é a sociedade mesma, manifestando sua vontade e exercendo a sua capacidade de agir. *Enfim, quando o administrador, enquanto órgão, atua, é a sociedade que está atuando: o administrador é a sociedade.* É tendo em vista essa noção básica que cabe examinar a questão dos deveres dos administradores e da responsabilidade da companhia, em face dos acionistas e de terceiros, por atos imputáveis a seus administradores, e que se desdobra, como se verá, em ações judiciais de vários tipos.

### 3. OS DEVERES DOS ADMINISTRADORES

3.1. Tendo em vista a sua condição de órgão social, através do qual se manifesta a vontade coletiva plasmada pelas deliberações da assembleia geral (LSA, art. 121), ou emanada do núcleo de controle da sociedade (*idem*, art. 116), os administradores estão sujeitos a *deveres*, que foram elencados pela lei das sociedades de maneira "minuciosa, e até pedagógica", como observado na *exposição de motivos* da lei das sociedades por ações. Tais deveres, de cunho legal e não contratual, estabelecem padrões de conduta ou *standards*, a serem observados pelos administradores na sua atuação orgânica, ou seja, quando atuarem como se fossem a própria sociedade.

3.2. Assim, depois de preservar a liberdade de atuação dos administradores, conferindo-lhes atribuições e poderes privativos e indelegáveis (LSA, artigos 138, 139 e 144), a lei das sociedades anônimas, nos artigos 153 a 158, enumera os principais *deveres legais* que lhes são impostos, a começar pelo dever geral de diligência (art. 153), em que se entroncam o dever de dar cumprimento às atribuições do cargo que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr as finalidades e os interesses da companhia (art. 154), o de lealdade para com a companhia, mantendo reserva so-

4 Cf. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "Da remuneração dos membros dos conselhos de administração", in *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, RT, 1989, p. 182, ss.; *idem*, p. 146-7; "Diretoria e Conselho de Administração na Sociedade Anônima" in *Direito Comercial: Textos e Pretextos*, Bushatsky, 1976, p. 62. ss. Ver Marcelo Vieira Von Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A*, Saraiva, 2009, p. 211.

bre os seus negócios (art. 155), o de evitar conflitos de interesses com o da sociedade (art. 156), e, em se tratando de companhia aberta, o de prestar informações na esfera interna da empresa (art. 157, §§ 1º a 3º), o de revelar ao público fatos relevantes ocorridos em seus negócios que possam influir no mercado investidor (art. 157, §§ 4º e 6º), assim como o dever geral de vigilância (art. 158, § 1º e 4º).

3.3. Esses deveres, caracterizados como deveres fiduciários ("*fiduciary duties*") no direito anglo-saxão, têm como paradigma a figura do *trust*, ou seja, da fidúcia, partindo da ideia de que os administradores seriam *trustees* da sociedade, entendendo essa expressão não no sentido simplesmente de pessoa que se coloca na posição de quem detém a guarda e a gestão de bens alheios, mas de quem desempenha a função de gestor e representante de uma entidade moral<sup>5</sup>. No exercício dessa *função legal*, os deveres fiduciários dos administradores teriam como credores ou destinatários imediatos a própria sociedade, e não os terceiros que com ela se inter-relacionam, mesmo que sejam acionistas minoritários ou investidores. Estes somente serão destinatários desses deveres a que estão submetidos os administradores quando os seus interesses particulares venham a se confundir com o interesse social.

3.4. A esses *deveres gerais* acrescentam-se várias *obrigações específicas*, aplicáveis aos administradores em circunstâncias variadas, disseminadas em vários preceitos legais, constantes tanto da lei das companhias quanto da legislação de mercado, diante dos quais, por envolverem obrigações de resultado, não se esgotam na mera atuação diligente do administrador exigida pela lei. À guisa de exemplos, poder-se-ia citar o dever de a companhia manter atualizada a escrituração dos livros sociais (art. 104, *caput* e parágrafo único.), o dever de a administração elaborar e apresentar as demonstrações financeiras e colocá-las à disposição dos acionistas (art. 133e 176), o dever de os administradores convocarem a assembleia geral nos casos e na forma previstos em lei (art. 123 e 132), o dever de participarem da assembleia geral (art. 134, § 1º), e assim por diante. Além desses deveres expressos, há os *deveres implícitos*, como, por exemplo, o de a administração cumprir os estatutos e as deliberações

5 Cf. Robert C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown Company, 1986, p. 124. Sobre a fidúcia, v. Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil*, 12ª edição, Rio de Janeiro, Forense, 1997, v. III, p. 429.

válidas da assembleia geral e do conselho de administração, que derivam dos deveres gerais de diligência, lealdade e vigilância<sup>6</sup>.

3.5. Em todas essas hipóteses, os deveres dos administradores têm sempre como pressuposto comum a condição de os mesmos serem deveres *dos órgãos sociais*, através dos quais a sociedade exerce a sua capacidade jurídica e exterioriza a sua própria vontade.

3.6. A admissão da índole orgânica para explicar a posição da administração perante a companhia não nega, evidentemente, a existência concomitante de outra relação jurídica, estratificada em um nível subjacente, que vincula os administradores, membros do órgão, e a pessoa jurídica da sociedade.

Quando a teoria orgânica se opõe à teoria da representação para acentuar que a vontade do ente coletivo é a vontade de seus órgãos, ou dos membros que os integram, não autoriza a que se imagine que, em havendo uma vontade imputada à pessoa moral, não caberia cogitar de uma relação jurídica entre a pessoa coletiva e os membros dos seus órgãos administrativos, por falta de "*alteridade*". Pelo contrário, na relação orgânica, a vontade dos membros dos órgãos de administração é, por certo, juridicamente imputada à pessoa moral, mas não deixa, por isso, de consubstanciar também a soma algébrica da vontade dos seus membros e, assim, ser igualmente imputável a estes, responsabilizando-os, pessoalmente, por atos irregulares que tenham praticado em nome e por conta da pessoa jurídica<sup>7</sup>.

3.7. Quer dizer, mesmo que a vontade do órgão administrativo seja juridicamente imputada à entidade coletiva, os titulares ou portadores desse órgão não perdem as suas respectivas individualidades, não se confundindo a sua responsabilidade, individual ou solidária, com a responsabilidade da pessoa coletiva, de cujo órgão são membros e cuja vontade expressam<sup>8</sup>.

6 O direito norte-americano fala até em "*implied liability*" (Alan Bromberg, *Securities Law*, 1973, v. 1, p.29).

7 Luiz Brito Correia, *Os administradores de sociedades anônimas*, Coimbra, Almedina, 1988, p. 293-294.

8 F. Santoro-Passarelli, *Teoria Geral do Direito Civil*, trad. Portuguesa, Atlântida, Coimbra, 1967, p. 230.

## 4. A RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES E DA COMPANHIA

4.1. Fixados os deveres dos administradores, a lei acionária passa, a seguir, a disciplinar o regime da responsabilidade civil dos mesmos, encarando sempre a administração sob o prisma organicista, vale dizer, como órgão integrado por membros investidos da função legal de transmitir a vontade coletiva. Ora, no exercício dos poderes funcionais que a lei lhes atribui, os administradores podem causar danos à própria companhia, aos acionistas e aos terceiros, dando origem a distintas ordens de responsabilidade civil, conforme os diversos interesses juridicamente tutelados. Em consequência, suscita diversas ações reparatórias, de natureza social ou individual, que, de resto, são também reguladas na lei societária.

4.2. Em suma, na qualidade de órgãos da sociedade, os administradores são investidos de *poderes legais*, não de faculdades de origem convencional. Assim sendo, a responsabilidade dos mesmos pelos atos que realiza no exercício de suas atribuições legais não reveste – repita-se – natureza contratual, isto é, não decorre de inadimplemento ou de infração do contrato social, mas dispõe de natureza extracontratual, aquiliana ou delitual, defluindo de uma violação dos deveres gerais destacados, implícita ou explicitamente, pela lei societária e pela legislação de mercado.

4.3. Na disciplina dos deveres e das responsabilidades dos administradores, a lei do anonimato adota, portanto, uma visão dualista das obrigações, desmembrando o débito (*Schuld*), ou seja, o dever de prestar, da responsabilidade (*Haftung*), ou seja, da sujeição patrimonial dos bens do devedor ou de um terceiro garantidor pelo ato realizado. Embora, via de regra, esses dois elementos – dívida e responsabilidade – se encontrem unidos, constituem entidades autônomas que podem ser mantidas separadas, fato que se evidencia quando se cogita das hipóteses de *dívida sem responsabilidade* (como é o caso das chamadas obrigações naturais) e de *responsabilidade sem dívida* (como ocorre no caso de fiança ou de hipoteca, concedidas para a garantia de dívida de terceiro)<sup>9</sup>.

9 Fábio Konder Comparato, *Essai d'analyse dualiste de l'obligation em Droit Privé*, Paris, Librairie Dalloz, 1964, p. 186 ss.; Alfredo Buzaid, *Do concurso de credores no processo de execução*, Saraiva, 1952, p. 15 ss.

4.4. Assim, embora esses dois elementos normalmente coexistam, tanto nas obrigações *ex contractu*, quanto nas obrigações *ex lege*, frequentemente eles podem se dissociar e se alojarem em situações subjetivas diferentes<sup>10</sup>. Nos casos da fiança e da hipoteca, atrás citados, o devedor é o afiançado ou o proprietário do bem hipotecado, mas o responsável é o fiador ou o credor da hipoteca.

4.5. É tendo em vista essa decomposição jurídica entre a relação débito-crédito e a relação garantia-responsabilidade, que a lei societária, no *caput* do seu artigo 158, e em dois incisos contrapostos, após enumerar os deveres, estabelece os princípios básicos disciplinadores da responsabilidade civil dos administradores. Numa dicção dicotômica, reza o dispositivo em apreço que “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 dolo ou culpa; e II – com violação da lei ou do estatuto”.

4.6. Quer dizer, em decorrência da relação orgânica que prende o administrador à companhia, a lei desloca totalmente para a sociedade a responsabilidade pelas obrigações que, no cumprimento de seus regulares deveres de gestão, o administrador venha a contrair com terceiros em nome da sociedade. Daí dizer-se que o *caput* desse dispositivo consagra o princípio da “*irresponsabilidade pessoal*” do administrador por “*atos regulares de gestão*”. Nessa hipótese, a sociedade – e a sociedade tão somente – responde pelos eventuais prejuízos provocados pelas obrigações assumidas em seu nome por seus administradores, pois estes, ao praticarem um ato regular de gestão, cumprindo os deveres legais que lhe foram atribuídos, *atuam organicamente*, isto é, agem como se fossem a própria sociedade, exteriorizando a vontade social.

4.7. A seguir, em dois incisos consecutivos, o artigo prevê que, *a contrario sensu*, haverá responsabilidade *pessoal* dos administradores pelos prejuízos que causarem quando os mesmos, contraindo obrigações em nome da sociedade, procederem dentro das suas atribuições ou poderes, mas com dolo ou culpa, ou quando agirem com violação da lei ou do

<sup>10</sup> Sobre a estrutura dualista na obrigação *ex lege*, temos um pequeno estudo, *Obrigação Tributária*, Bushatsky, 1971, p. 7 ss.

estatuto. A expressão “*ato regular de gestão*”, constante do *caput* do dispositivo, aparentemente tautológico, ganha aqui, nesses incisos, o seu significado no contexto da lei, entendendo-se como tal tanto aquele praticado pelos administradores, nos limites de suas atribuições, sem dolo ou culpa, quanto aquele praticado pelos administradores que, embora excedendo esses limites, não viole a lei e o estatuto.

4.8. No primeiro caso, a companhia, juntamente com os administradores, responde pelos danos decorrentes de tais atos, uma vez que, na circunstância apontada, o administrador, embora agindo com culpa ou dolo (*culpa lato sensu*), atua no âmbito de suas atribuições como órgão da sociedade, portador da vontade social, ficando evidentemente ressalvado o direito de regresso da sociedade contra o administrador que praticou o ato irregular, caso o direito de excutir por parte do credor tenha sido dirigido exclusivamente contra a sociedade.

4.9. No segundo caso, tratando-se de ato realizado pelos administradores ao arrepio da lei ou fora do estatuto, entende-se que a sociedade, a princípio, não poderia ser responsabilizada pelos danos dele decorrentes, pois os administradores, ao realizarem a conduta ilícita, não estariam agindo exatamente como órgão da sociedade. Advirta-se, no entanto, que, à luz do primado da boa-fé (que se impõe diante de situações aparentes, tão frequentes no tráfico negocial), tais atos da administração, apesar de exercidos fora do âmbito de suas atribuições, ou além dos seus poderes, podem igualmente vincular a sociedade, mormente quando forem posteriormente ratificados, ou deles a sociedade auferir vantagens<sup>11</sup>.

4.10. Cumpre também esclarecer que, na primeira hipótese, a responsabilidade do administrador é de ordem *subjetiva*, já que a existência de culpa ou dolo do agente é aí *pressuposto* para o surgimento da sua obrigação de reparar o dano. Ou seja, agindo formalmente dentro de suas atribuições e poderes, o *juízo de licitude* da conduta antijurídica do administrador pressupõe um prévio *juízo de culpabilidade* deste na realização do ato, praticado contra o interesse social ou com a intenção de provocar dano<sup>12</sup>. Se o administrador, embora agindo sem exceder suas

11 É o que sustentamos no artigo “Sociedades por ações: atos praticados por seus diretores, em razão de administração, responsabilidade daquela e destes, solidariamente, se agiram com culpa ou contrariamente aos estatutos” in *RDM-2/74* a 82.

12 José Alexandre Tavares Guerreiro, “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”, in *RDM*, 1981, 42-79: embora “o dever de diligência seja definido

atribuições ou poderes, vem a causar prejuízos, caberá então à vítima o ônus da prova da culpa ou dolo, visto que, nesse caso, goza a administração da presunção de inocência. À míngua, porém, de prova cabal de sua culpabilidade, prevalecerá a regra geral de que a responsabilidade pelo ato societário realizado pelo administrador se deslocou igualmente para a sociedade. É a sociedade que, então, responderá.

4.11. Na segunda hipótese, a responsabilidade do administrador, que age com violação da lei ou dos estatutos, e, portanto, fora de suas atribuições e poderes (vale dizer, em atos *ultra vires*), não reveste propriamente a natureza de responsabilidade *objetiva*, prescindindo da incidência de culpa para qualificar de ilícita a conduta do agente, mas a responsabilidade é de *culpa presumida* (presunção *iuris tantum* de culpa ou dolo). Nesse caso, opera-se a inversão do ônus da prova, de sorte que, para se eximir da responsabilidade, competirá ao administrador provar que, não obstante tenha violado a lei ou o estatuto, agiu sem culpa ou dolo, tendo por objetivo a satisfação do interesse da sociedade. Em semelhante hipótese, não se prescinde, portanto, propriamente, da culpa para qualificar de ilícita a conduta danosa do administrador, admitindo-se escusas de sua parte, desde que orientadas no sentido do interesse social, transferindo-se o ônus da prova do comportamento antijurídico do administrador ao autor da ação indenizatória<sup>13</sup>.

---

em abstrato, pela referência a modelos fundamentais, o julgamento do administrador deve-se basear, a nosso ver, não no juízo de ilicitude, à vista das circunstâncias, ter atuado conforme o direito. O juízo daí resultante é de culpabilidade e não de licitude" (pp. 78-9). Cf. também Luis Brito Correia, *Os administradores de sociedades anônimas*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 596, no mesmo sentido.

13 Em posição aparentemente contrária, Modesto Carvalhosa entende que a responsabilidade decorrente da violação da lei e dos estatutos é de *natureza objetiva* (in "Responsabilidade civil dos administradores das companhias abertas, in RDM-49/14-20). Comentando a posição de Carvalhosa, assumida também nos seus *Comentários* (3º vol., p. 354 a 360, especialmente na p. 361), observa José Waldecy Lucena que, efetivamente, "o eminente autor usa essa locução (responsabilidade objetiva) para qualificar o comportamento do administrador, mas ao comentar a imputação de culpa, em várias passagens se refere como *presumida*, dando a entender, várias vezes, pela argumentação desenvolvida, salvo engano, que admite seja ela elidida por prova ministrada pelo administrador imputado", invertendo o *onus probandi* (*Das Sociedades Anônimas*, Renovar, 2009, v. II, p. 563). Em outro contexto, a Lei 12.846/2013 prevê, efetivamente, a responsabilidade civil "*objetiva*" da pessoa jurídica pela prática de atos de corrupção "contra a administração pública, nacional ou estrangeira" (art. 2º), o que não é, evidentemente, a hipótese que aqui se discute, sendo até inversa. A sociedade pode ser, de um lado, vítima de atos de corrupção, praticados por pessoa jurídica, a qual é reputada "objetivamente" responsável pelos danos que lhe ocasionou, e, de



## 5. AS AÇÕES DE RESPONSABILIDADE CIVIL CONTRA OS ADMINISTRADORES E CONTRA A COMPANHIA

5.1. Após a disciplina dos deveres dos administradores e de sua responsabilidade civil, acima sintetizada, passa a lei a cogitar da sanção dos deveres inadimplidos mediante ações de responsabilidade civil. Dos atos do administrador, praticados dentro de suas atribuições ou poderes, mas com culpa ou dolo, ou fora das suas atribuições, com violação da lei e do estatuto, podem advir prejuízos tanto à companhia, quanto aos acionistas ou a terceiros.

5.2. Nos termos do artigo 159 da lei acionária, em ocorrendo tais circunstâncias, estão legitimados a mover ação de reparação civil contra o administrador faltoso a própria sociedade, por si ou por intermédio de seus acionistas (*caput*, parágrafos 1º a 5º), ou quaisquer acionistas e terceiros que tenham sido diretamente prejudicados pelo ato danoso (parágrafo 7º).

5.3. Na primeira hipótese, proposta pela própria sociedade, ou pelos acionistas, na condição de substitutos processuais da sociedade, temos a chamada *ação social*, em sua dupla versão, a ação social *uti universi* e ação social *uti singuli*, subdividindo-se esta última em "*ação social substitutiva*" e "*ação social derivada*", todas tendo por escopo a recomposição do patrimônio social comprometido, deferindo-se o resultado da ação à companhia. Na segunda hipótese, temos a *ação individual* de responsabilidade contra os administradores proposta pelo acionista ou por terceiro prejudicado, tendo por objeto, não a reparação do dano sofrido pelo patrimônio da sociedade, mas, sim, a reparação do dano sofrido pelo acionista ou terceiro "*diretamente*" pelos seus patrimônios pessoais.

5.4. Neste ponto, oportuno é aqui examinar o alcance da expressão "*dano direto*" constante do parágrafo 7º do art. 159 da lei das anônimas, que parece circunscrever a área de atuação da chamada ação individual de responsabilidade civil contra os administradores. Segundo sustentam os autores do anteprojeto que se converteu no diploma do anonimato, haveria no regime adotado pela lei acionária espaço "*somente*" para dois tipos de ação reparatória por atos da administração da sociedade: de um lado, a ação social, cujo fundamento seria a lesão provocada no patrimônio

---

outro lado, é "presumidamente" responsável pelos danos que possa ter provocado nos acionistas e em terceiros.

da sociedade, e que poderia ser proposta pela sociedade e pelo acionista, agindo como substituto processual, e, de outro lado, a ação individual, cujo fundamento seria o prejuízo causado diretamente ao patrimônio do acionista ou de terceiro<sup>14</sup>.

5.5. Observe-se aqui, *a latere*, que, nessa visão restritiva das ações indenizatórias no campo das sociedades, nada impediria que o acionista pessoalmente lesado cumulasse a ação social *uti singuli*, ou a ação social derivada, com a ação individual, sendo, porém, condição para esse cúmulo que versassem os dois feitos sempre sobre a reparação de dano “diretamente” provocado no patrimônio do acionista *uti socii*. Vale dizer, a reparação se cingiria exclusivamente a dano infligido ao acionista que não fosse corolário ou reflexo daquele dano experimentado pela própria companhia.

Pois a rigor, sempre os danos sofridos pela companhia se traduzem em *danos indiretos* para os acionistas, seja porque as ações que detêm constituem bens de segundo grau, que, por força da equivalência patrimonial, refletiriam na sua cotação as oscilações patrimoniais sofridas pela companhia, seja porque esses danos suportados pela sociedade atingem sempre os acionistas, mas não de maneira individualizada. Atingem de forma coletiva, encarados os acionistas afetados como membros da entidade, na proporção abstrata de suas respectivas participações no capital social.

5.6. Daí porque se conclui que a reparação do chamado “prejuízo indireto” ou “*em ricochete*”, experimentado pelo acionista individualmente considerado, somente poderia dar-se através do exercício da ação social, em suas variadas versões. Assim, em ocorrendo um “prejuízo indireto” no acionista, indireta também deverá ser a sua reparação, mercê da recomposição do patrimônio da companhia por força de uma medida coletiva. Aí, uma vez reconstituído o patrimônio da sociedade mediante a ação social, reparar-se-ia indiretamente o dano sofrido pelos acionistas, em suas individualidades, com a recomposição reflexa de seus patrimônios pessoais. Ou seja, com a restauração do patrimônio social, recompõe-se *ipso facto* o valor de suas participações pessoais.

<sup>14</sup> Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S.A.*, Renovar, 1992, v. 2, pp. 407-409: “A reparação do chamado ‘prejuízo indireto’ somente pode dar-se, portanto, através do exercício da ação social: assim como o prejuízo é ‘indireto’, a reparação há de ser ‘indireta’, ou seja, através da recomposição do patrimônio da companhia”.

5.7. Não nos parece, porém, totalmente correta e completa essa colocação. Na verdade, bem examinada a questão, repete-se aqui, no campo societário, a discussão a respeito dos limites do *dano ressarcível* previstos nos comandos da lei civil. Segundo dispõe o art. 403 do Código Civil atual (correspondente ao art. 1.060 do Código de 1916), a indenização “só inclui” os prejuízos efetivos, como consequência “*imediate e direta*” da inexecução da obrigação. Restaria, assim, afastado da indenização o *damnum remotum*, bem como o dano meramente hipotético ou incerto. A jurisprudência, porém, inclusive do Superior Tribunal de Justiça, vem reconhecendo a indenizabilidade do chamado dano indireto (ou em ricochete), quando entendido este como “*consequência necessária*” – ou seja, ontologicamente inevitável – de um prejuízo direto que lesou a primeira pessoa, mas que vem também a atingir uma segunda pessoa, que mantém com o primeiro lesado um vínculo de caráter imediato<sup>15</sup>.

5.8. Nessas condições, se não consubstancia um dano direto sofrido pelos acionistas, o fato de as suas participações societárias terem experimentado queda de cotação, por prejuízos ocorridos na sociedade, por efeito da atuação ilícita de seus administradores, por certo eles serão “*imediatamente*” afetados pela conduta ilícita dos administradores, por exemplo, caso estes façam uso indevido de informação ainda não divulgada (“*insider trading*”), do qual resulte danos aos investidores do mercado de capitais (LSA, art. 153, par. 3º). Da mesma forma, serão “*diretamente*” afetados os acionistas e terceiros, em virtude da ausência de divulgação de informações fidedignas por parte dos administradores, que as deveriam transmitir ao público investidor (“*disclosure*”).

5.9. Inserem-se, pois, nessa obrigação geral de informação por parte dos administradores tanto a obrigação em relação aos dados que devem constar dos seus respectivos termos de posse (art. 157, *caput*), ou devem ser revelados à assembleia geral ordinária (art. 157, parágrafos 1º e 2º), quanto em relação à divulgação de *atos relevantes* ocorridos nos negócios da sociedade que possam influir, de forma ponderável, na decisão dos investidores do mercado (art. 157, par. 4º). Cabe ainda aos administradores das companhias abertas comunicarem à CVM, às bolsas

<sup>15</sup> Cf. Gustavo Tepedino et alii, *Código Civil Interpretado*, Renovar, 2004, v. I, p. 728 ss.; Judith Martins-Costa, *Comentários ao Novo Código Civil*, Forense, 2003, v. V, tomo II, p. 354

de valores e às entidades do mercado de balcão organizado (nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia tenham sido admitidos à negociação) quais as modificações que porventura tenham ocorrido em suas posições acionárias particulares na companhia (art. 157, par. 6º).

5.10. No cumprimento de todos esses deveres de informação e comunicação, os administradores atuam, repita-se, organicamente, ou seja, agem como integrantes de um órgão social, funcionando, assim, como se fossem a própria sociedade. Pois é a companhia, na verdade, quem faz parte do mercado de valores e está sujeita ao princípio de ampla e completa transparência ("*full and fair disclosure*"). Em consequência, em caso de conduta ilícita de seus administradores, inadimplindo esse dever de divulgação ao público investidor, é a ela, à sociedade, que cumpre responder pelos danos que porventura tenham sido provocados nos investidores do mercado. Até porque, dada a magnitude da lesão, o elemento garantia-responsabilidade deve localizar-se no patrimônio social, já que os bens dos administradores raramente são suficientes para fazer frente à perda sofrida pelos investidores, embora se reserve à sociedade direito de regresso.

5.11. Ademais, o prejuízo experimentado pelo investidor é "*consequência necessária*" da conduta ilícita da administração, agindo em nome e por conta da companhia. Nessas condições, pode o investidor prejudicado propor ação contra a sociedade, ou contra os administradores, ou contra ambos. Se a ação for proposta apenas contra a companhia, esta terá, evidentemente, ação regressiva em face do dirigente culpado.

## 6. A RESPONSABILIDADE EM SEDE ARBITRAL

6.1. Além da ação individual, os acionistas lesados também podem se valer da via arbitral para recomporem seus respectivos patrimônios pessoais, em face de danos resultantes da conduta irregular dos administradores, agindo em nome e por conta da sociedade.

6.2. A Lei nº 10.303/2001 introduziu na LSA o parágrafo 3º do artigo 109, acolhendo a hipótese de o estatuto social das companhias inserir cláusula compromissória, apta a instituir procedimento arbitral para dirimir divergências (i) entre os acionistas e a companhia, e (ii) entre os acionistas controladores e os minoritários. A Lei nº 13.129/2015,

por sua vez, reformou a Lei Arbitral nº 9.307/1996, introduzindo na LSA o artigo 136-A, que estabeleceu que a inserção da convenção de arbitragem no estatuto da sociedade, através de assembleia que tenha observado o *quorum* previsto no artigo 136, a torna compulsória para todos os acionistas, assegurado aos dissidentes da inserção no estatuto da cláusula em apreço o direito de recesso (art. 3º)<sup>16</sup>.

6.3. Não obstante venham os usos e costumes demonstrando que a arbitragem apresenta inúmeras vantagens em relação ao contencioso judicial, particularmente no âmbito do campo societário, nem todas as companhias têm adotado esse mecanismo em seus estatutos sociais. Comportamento favorável, no entanto, tem se mostrado crescente, mormente pelas abertas. No final de 2014, além das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível II, Novo Mercado e Bovespa Mais), num total de 163 companhias abertas, previam a convenção de arbitragem em seus estatutos, por exemplo, sociedades como a Gradiente e a Petrobras, que não estão listadas em nenhum desses segmentos.

6.4. Ponto importante a ressaltar é a questão da arbitrabilidade objetiva, ou *ratione materiae*, no campo societário. Dispõe a Lei Arbitral (artigo 1º) que podem ser dirimidas pela via arbitral questões relativas a “direitos patrimoniais disponíveis”, em consonância com o disposto no Código Civil, que veda o compromisso para conflito de Estado, de direito pessoal de família e de outros que não tenham caráter estritamente patrimonial (artigo 852). Além do critério da *patrimonialidade*, o sistema jurídico requer, ainda, o critério da *disponibilidade* para a definição da arbitrabilidade; ou seja, faz-se mister que os conflitos envolvendo direi-

<sup>16</sup> Há quem argumente que o art. 3º da Lei 13.129, de 2015, estaria inquinado de inconstitucionalidade, na medida em que contrariaria de forma absoluta a excepcionalidade da jurisdição arbitral, que não poderia abranger conflitos cuja origem negocial não esteja expressa e pontualmente identificada face a um negócio jurídico específico. Nesse sentido, o dispositivo em tela seria inconstitucional por ferir a regra constitucional consubstanciada no inciso XXXV do art. 5º, que determina que não se pode excluir, de maneira genérica, da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito individual por um colégio arbitral unilateral, inserido no estatuto da companhia. Não é essa, no entanto, a opinião dominante, tendo em vista o pronunciamento histórico do STF, no sentido de que não há nenhuma vedação constitucional a que as partes, maiores e capazes, ajustem a submissão de conflitos, que possam decorrer de relações jurídicas provenientes do contrato societário, ao sistema de arbitragem (SE 5.206-AgR, Rel. Min. Sepúlveda Pertence, j. 12.12.2001).

tos com conteúdo patrimonial possam também ser objeto de disposição por parte do seu titular, ou seja, haja suficiência da vontade do titular do patrimônio<sup>17</sup>.

6.5. Por consequência, consideram-se suscetíveis de solução por via arbitral todas as questões que possam ser validamente decididas no âmbito interno da companhia, pelos seus órgãos, desde que não alcancem direitos de terceiros que não estejam vinculados à cláusula compromissória estatutária. Assim, podem ser perfeitamente objeto de arbitragem litígios envolvendo o ressarcimento de perdas e danos sofridos pelos acionistas, em decorrência de atos ilegais da companhia (vale dizer, dos administradores, agindo em nome dela), pois nesses litígios não se mesclam outros interesses que não os interesses deles próprios. Por conseguinte, a recomposição do patrimônio do acionista lesado pode perfeitamente ser apreciada em sede de arbitragem.

6.6. Nesse sentido, à vista de a cláusula compromissória ser de ordem estatutária, vinculando os acionistas da companhia, nada há que impeça a formação, no polo ativo da arbitragem, por iniciativa dos próprios requerentes, de litisconsórcio unitário facultativo, inicial ou ulterior, com outros acionistas, já que há uma estreita “afinidade” por pontos comuns, de fato e de direito, entre os cointeressados, e destes com a *res in iudicium deducta* (NCPC, art. 113, III). Embora os litisconsortes sejam tratados como litigantes distintos (NCPC, art. 117), a cognição do julgador não se limitará à apreciação da relação jurídica-base, ou seja, ao que o direito discutido tem de comum, mas poderá se estender também às características individuais de cada um dos interesses afirmados individualmente pelos demandantes. Por consequência, a sentença arbitral fará juízo não apenas sobre o núcleo de homogeneidade dos direitos protestados na demanda, mas também se estenderá sobre suas particularidades individuais, quer dizer, sobre a sua margem de heterogeneidade.

6.7. Por consequência, consideram-se suscetíveis de solução por via arbitral todas as questões que possam ser validamente decididas no âmbito interno da Companhia, pelos órgãos, desde que não alcancem

17 Cf. Nelson Eizirik, “Arbitrabilidade Objetiva nas Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras”, in *Direito Societário. Desafios Atuais*. S. Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 34; Pedro A. Batista Martins, *Arbitragem no Direito Societário*, S. Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 176 ss.

direitos de terceiros que não sejam vinculados à cláusula compromissória estatutária. Assim, podem ser perfeitamente objeto de arbitragem litígios envolvendo o ressarcimento de perdas e danos sofridos por acionistas, em decorrência de atos ilegais da companhia (vale dizer, dos administradores agindo em nome dela), pois nesses litígios não se mesclam outros interesses que não os interesses deles próprios. Por conseguinte, a recomposição do patrimônio do acionista lesado pode perfeitamente ser apreciada em sede de arbitragem<sup>18</sup>.

## 7. A AÇÃO COLETIVA NO MERCADO DE CAPITAIS

7.1. É com esse alcance coletivo, aliás, que foi promulgada, em 1989, a Lei nº 7.913, dispondo sobre a *ação civil pública* de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Como o objetivo da ação individual, prevista na lei societária ao lado da ação social, é a reparação dos prejuízos pessoais sofridos pelos acionistas que sofreram prejuízos diretos e particulares, causados por atos ilícitos ou ilegais imputáveis aos administradores, os seus efeitos limitam-se necessariamente àqueles que a propuseram, ainda que outras pessoas possam ter interesse no litígio.

7.2. A ação civil pública foi introduzida para que, “*sem prejuízo da ação individual de indenização do prejudicado*”, é atribuída ao Ministério Público, de ofício ou por solicitação da CVM, a *legitimidade ativa* para adotar as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento dos danos provocados nos investidores do mercado de ações, debêntures e eventuais outros títulos de empresas abertas, numa dimensão coletiva ou social, sempre que ocorrerem os ilícitos definidos na lei do anonimato e na regulamentação do mercado.

7.3. Assim, recorrendo à aplicação subsidiária, “*no que couber*”, da Lei nº 7.347/1985, que dispõe sobre a ação civil pública, a Lei 7.913/1989 admite tenham legitimidade ativa *concorrente*, nas questões que versarem a responsabilidade por danos causados no mercado de capitais, as pessoas mencionadas no art. 5º, V, “b”, daquele diploma, ou seja, a União, o Estado, o Município, as autarquias, empresas públicas, fundações ou sociedades

18 Pedro A. Batista Martins, *Arbitragem no Direito Societário*, Quartier Latin, 2012, p. 210-11; Cândido R. Dinamarco, *Litisconsórcio*, 2ª ed., 1986, pp. 43, 253 ss.

de economia mista, assim como as associações que tenham, entre as suas finalidades institucionais, a “*proteção do investidor*”. Se a ação for proposta pelo Ministério Público, caber-lhe-á exercer a função de *custos legis*, por outro lado, por força do disposto no art. 31 da Lei nº 6.385/1976, deverá ser citada a CVM para funcionar como *amicus curiae*<sup>19</sup>.

7.4. Cumpre advertir que, a partir da entrada em vigor da Lei 7.347, que instituiu a ação civil pública, instaurou-se em nosso meio um mi-crossistema ordenado para a tutela dos interesses transindividuais, através do entrelaçamento de diplomas legislativos diferentes, nem sempre tendo por objetivo nuclear a regulamentação do processo coletivo, mas que neles repercutem em capítulos ou dispositivos específicos versando o tema<sup>20</sup>. Dentre eles destaca-se, como marco legislativo central, a Lei 8.078, de 1990, que dispõe sobre o código de proteção ao consumidor, estabelecendo que os consumidores lesados poderão exercer em juízo a defesa de seus interesses “*individualmente, ou de forma coletiva*” (art. 81), legitimando concorrentemente o Ministério Público, a União, o Estado, os Municípios e o Distrito Federal, assim como as entidades e órgãos da Administração Pública, direta ou indireta, ainda que sem personalidade jurídica, e “*as associações legalmente constituídas há pelo menos 1 (um) ano*

19 Hely Lopes Meirelles, Arnaldo Wald e Gilmar Ferreira Mendes, *Mandado de Segurança e Ações Constitucionais*, 36ª edição, Malheiros, 2014, p. 258 ss. Segundo José Carlos Barbosa Moreira, não há como deixar de reconhecer, em nosso sistema processual, a existência de um subsistema específico, rico e sofisticado, aparelhado para atender os conflitos coletivos, característicos da sociedade moderna de massa (citado por Teori Albino Zavascki, *Processo Coletivo*, 4ª ed., RT, 2009, p. 31). Lembra Ada Pellegrini Grinover que, entre os países de *civil law*, o Brasil foi pioneiro na criação e implantação dos processos coletivos (in Ada Pellegrini, Castro Neves e Kazuo Watanabe, *Direito Processual Coletivo*, RT, 2007).

20 Cf. Lei 7.797/89 (criação do fundo nacional do meio ambiente); Lei 7.913/89 (proteção aos titulares de valores mobiliários e aos investidores de mercado); Lei 8.069/90 (estatuto da criança e do adolescente, artigos 208-224); Lei 8.429/92 (improbidade administrativa); Lei 8.437/92 (cautelares contra o poder público); Lei 8.625/93 (lei orgânica nacional do Ministério Público); Lei Complementar 75/93 (lei orgânica do Ministério Público da União); Lei 8.884/94 (proteção da ordem econômica, artigos 29 e 88); Lei 9.394/96 (diretrizes e bases da educação, art. 5º); Lei 9.494/97 (alterou o art. 16 da Lei 7.347; Lei 9.868 (ação direta de inconstitucionalidade e ação declaratória de constitucionalidade); Lei 9.870/99 (valor das anuidades escolares, artigo 7º); Lei 9.882/99 (arguição de descumprimento de preceito fundamental); Lei 10.671/2003 (estatuto de defesa do torcedor, art. 40); Lei 10.741/2003 (estatuto do idoso, arts. 78-79); Lei 11.340/2006 (estatuto da mulher, Maria da Penha, art. 37); Lei 12.016/2009 (regulamento do mandado de segurança coletivo, arts. 21 e 22), etc.



que incluam entre seus fins institucionais a defesa dos interesses protegidos pelo Código” (art. 82)<sup>21</sup>.

7.5. Nesse amplo contexto de leis endereçadas à proteção de interesses transindividuais, a grande originalidade da Lei 7.913 consistiu em fazer a simbiose entre a ação coletiva de conhecimento e a garantia do ressarcimento individual do prejudicado na fase da execução, estabelecendo que a restituição ao *statu quo ante* passa a ser feita não somente no plano coletivo, encaminhando os valores da condenação a um fundo comum, que atua na área na qual o ilícito foi cometido, como ocorre nos outros diplomas, mas também passa a ser feita aqui no mercado de capitais no nível do indivíduo.

7.6. Com o entrelace desses normativos, pode-se dizer que se estabeleceram, definitivamente, sem contestação, por via da Lei nº 7.913/1989, os contornos da primeira *ação coletiva indenizatória* de cunho privado no Direito brasileiro, à semelhança da *class action* do direito norte-americano, provendo uma oportunidade para que os investidores combatam práticas danosas desenvolvidas pelas companhias de mercado, agindo como verdadeiros “*private attorney generals*” (ou seja, como *Parquets* privados)<sup>22</sup>.

7.7. Não se cogita aqui propriamente de proteção individual, pessoal, particular deste ou daquele consumidor lesado, mas da proteção coletiva do mercado de valores mobiliários. Como adverte ilustre Ministro do STJ, “Conquanto suas posições individuais e particulares não tenham relevância social, o certo é que, quando considerados em sua projeção coletiva, passam a ter relevância ampliada, de resultado maior que a sim-

21 Cf. Nelson Nascimento Diz, “Apontamentos sobre legitimação das entidades associativas para a propositura de ações coletivas em defesa de direitos individuais homogêneos de Consumidores” in Arnaldo Wald, Coordenador, *Aspectos Polêmicos da Ação Civil Pública*, Saraiva, 2003, p. 305 ss.

22 Cf. Hely Lopes Meireles, Arnaldo Wald e Gilmar Ferreira Mendes, Mandado de Segurança e Ações Constitucionais, 36ª ed., p. 261. S. Rakoff, juiz federal que julgou recentemente ação da Petrobras, em artigo publicado 19.11.2015, na *New York Review of Books* (p. 38 ss.), aborda essa questão: “As one might infer from these examples, class actions are among the most controversial forms of litigation in the United States today. To their advocates, they provide an opportunity for interested private citizens to have a meaningful role in combating corporate misconduct, to serve in effect as “private attorney generals” (in “The Cure for Corporate Wrongdoing: Class action vs. Individual Prosecutions”). No artigo o autor faz uma resenha o livro de John C. Coffee Jr., publicado pela Harvard University Press: *Entrepreneurial Litigation: Its Rise, Fall and Future*, 2016, que examina os méritos e deméritos da *class action*.

ples soma de posições individuais. É de interesse social a defesa desses direitos individuais, não pelo significado particular de cada um, mas pelo que a lesão deles, globalmente considerada, representa em relação ao adequado funcionamento do sistema financeiro, que é, segundo a própria Constituição, instrumento fundamental para promover o desenvolvimento do país e servir aos interesses da coletividade (art. 192)<sup>23</sup>.

7.8. “Com isso se conclui que a legitimação do MP – assim como dos outros legitimados ativos enumerados – para a defesa de direitos individuais dos consumidores e dos investidores no mercado financeiro, estabelecidas nas Leis 6.024/74, 7.913 e 8.078/90, é perfeitamente compatível com a sua incumbência constitucional de defender os interesses sociais, imposta pelo art. 127 da Constituição. [...] Em todos esses casos, o legislador ordinário estabeleceu uma linha comum: a legitimação tem em mira apenas a obtenção de sentença condenatória genérica, posto que a liquidação e a execução específica serão promovidas pelo próprio titular do direito individual ofendido. Obtido o provimento jurisdicional genérico, encerra-se a legitimação extraordinária.”<sup>24</sup> Como a lesão é especialmente *significativa*, dada a natureza dos bens atingidos e em virtude da dimensão coletiva alcançada, infere-se que houve também lesão a valores de especial relevância social, e, como tal, tutelados pela lei.

## 8. RESPOSTA AOS QUESITOS DA CONSULTA

8.1. À vista dessas considerações, passemos à resposta aos quesitos da Consulta na sequência em que foram formulados. Primeiramente, podemos confirmar que os fundos de pensão desfrutam de legitimação para requerer a instauração de uma arbitragem contra a Petrobras, seja em relação às ações que atualmente possuem, seja em relação às que já alienaram, pleiteando indenização pelo prejuízo decorrente da radical diminuição do valor dos títulos, em virtude das fraudes veiculadas pelo inquérito da Operação Lava-Jato, com subsequente criação de condições artificiais do preço dos valores mobiliários, bem como pela omissão de

23 Teori Albino Zavascki, “Tutela Jurisdicional dos Acionistas e Investidores do Mercado de Valores Mobiliários” in *Gênese: Revista de Direito Processual Civil*, Curitiba, v. 3, nº 9, p. 580-586, jul./set., 1998.

24 Idem.

informação relevante pela companhia e sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

8.2. De fato, para efeito do pleito de indenização pelos prejuízos que sofreram, em decorrência da diminuição do valor dos títulos que detinham, e alienaram, e daqueles que ainda mantêm em sua carteira, por descumprimento do dever de informação ao mercado, denunciado pelo inquérito em alusão, não há razão para distinguir as ações que os fundos ainda detêm daquelas que já transferiram. Nas duas hipóteses, tanto em relação aos acionistas atuais quanto em relação aos ex-acionistas, a *pretensão* de reparação dos danos nasce de um mesmo fato ilícito, ou seja, da violação do direito dos titulares das ações a informações, mesmo quando as transferiram (CC art. 189). A titularidade dos papéis, atuais ou pretéritos, estará sempre comprovada pelos registros da companhia ou da instituição depositária, no período em que ocorreu a sonegação da informação dos fatos relevantes ao público (CC art. 189).

8.3. Assim, são indenizáveis tanto os “danos *próximos quanto remotos*”, desde que exista uma “íntima e estreita relação de causa e efeito”, como assevera Agostinho Alvim, em escólio ao artigo 1.060 do Código de 1916, correspondente ao art. 403 do Código Civil em vigor. Quer dizer, desde que exista um *nexo causal* entre o fato lesivo e o resultado danoso. Por conseguinte, “*a simples distância não rompe o nexo*”<sup>25</sup>.

8.4. Os fundos de pensão estrangeiros negociaram entre 2010 e 2015 ações da Petrobras na BM&F Bovespa e por via de ADRs, sendo certo que a denúncia das fraudes na administração da empresa, identificadas pela Operação Lava-Jato, iniciada em 2009, viria a público quando, em 17 de março de 2014, foi deflagrada “*a primeira fase ostensiva da operação*”, conforme notícia o Ministério Público Federal<sup>26</sup>, *quando então ocorreu a ciência do fato*. O pleito de indenização, que ora se pretende formular por via arbitral, diz respeito ao período em que os fundos negociaram as ações da empresa, e até a presente data não estaria comprometido pela

25 Agostinho Alvim, *Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências*, 3ª edição, S. Paulo, Jurídica e Universitária, 1965, pp. 389-398.

26 Site do Ministério Público Federal, SAF Sul Quadra 4 Conjunto C Portal de Combate à Corrupção, <<http://lavajato.mpf.mp.br/atuacao-na-1a-instancia/investigacao/historico/por-onde-comecou>>.

prescrição trienal prevista em lei para a pretensão de reparação civil (CC art. 206, parágrafo 3º, V, e LSA, art. 287, II, "g").

8.5. Vejamos agora o segundo quesito. Podem os fundos pedir a instauração da arbitragem tão somente contra a Petrobras? Ou deveriam incluir no polo passivo a União, acionista controladora da empresa, e os administradores, acusados dos atos ilícitos? Entendemos que, em princípio, a arbitragem ora em discussão não só poderia como deveria ser proposta exclusivamente contra a Petrobras, visto que o parágrafo 3º do artigo 109 da LSA, inserida pela Lei 10.303/2001, admitiu *em duas hipóteses tópicas* a possibilidade de o estatuto social conter convenção apta a instituir procedimento arbitral para dirimir divergências entre (i) os acionistas e a companhia, ou (ii) entre acionistas controladores e minoritários.

8.6. Como não é admissível renúncia universal à jurisdição estatal em relação a todos os conflitos que surjam em negócios jurídicos desconhecidos quanto ao seu objeto, a suspensão da jurisdição estatal por via do compromisso arbitral tem que se circunscrever necessariamente às partes signatárias do pacto e aos litígios cujo objeto elas expressamente elegem. Daí que ao retirar dos acionistas o exercício da jurisdição estatal, substituindo pela jurisdição privada mediante alteração estatutária, a lei societária impõe aos jurisdicionados a sujeição apenas de litígios que se enquadrem dentro da previsão do dispositivo acima citado.

8.7. Assim, a legitimidade passiva, no caso, é, *originariamente*, da companhia, podendo estender-se aos administradores, a título de solidariedade passiva (CC art. 275), pelas situações danosas provocadoras do procedimento arbitral, desde que esses administradores sejam também acionistas, como ocorre necessariamente com os membros do conselho de administração (CC art. LSA, art. 146). Pois a inserção do pacto de arbitragem no corpo do estatuto, admitida pelo art. 109, § 3º, da LSA, vincula *apenas* os acionistas da sociedade, como reitera expressamente o *caput* do art. 136-A introduzido na LSA pela Lei nº 13.129, de 26 de maio de 2015. Ora, no caso da Petrobras é de se avaliar a utilidade da extensão da legitimação passiva aos administradores, que dificilmente contariam com recursos à altura do crédito protestado, servindo somente como um instrumento de pressão.

8.8. Por outro lado, a eventual inclusão da União no polo passivo da vertente arbitragem, dada a sua condição de acionista controladora da Petrobras, como consignado no Estatuto Social (art. 1º), voltado ele necessariamente no sentido de “*dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*” (LSA, art. 116, “b”), encontra barreira expressa na própria cláusula arbitral constante do art. 58 do Estatuto da Petrobras. Esta, *in fine*, dispõe que as deliberações da União, através de voto na assembleia geral, que visem à orientação de seus negócios, devem ser consideradas “*formas de exercício de direitos indisponíveis*” e, como tal, não estarão sujeitas ao procedimento arbitral<sup>27</sup>. De resto, além das dificuldades inerentes às dificuldades da execução contra a Fazenda Pública, decorrentes da impenhorabilidade dos bens públicos, do mecanismo dos precatórios, etc., a intervenção da União sempre submeteria a execução da sentença arbitral à competência da Justiça Federal que é sabidamente pouco afeita à matéria societária<sup>28</sup>.

8.9. No terceiro quesito, indagam os Consulentes se o prejuízo sofrido pelos fundos deveria ser considerado um dano direto e não indireto, pois, na realidade, pleiteiam reparação pelos danos que sofreram diretamente em suas carteiras de ações no mercado de capitais, tendo assim base de cálculo diferente daquele que seria desenvolvido para apuração dos danos experimentados pela Petrobras. Essa pergunta já foi respondida anteriormente (itens 5/5 ss., *supra*). Em síntese, o prejuízo experimentado pelo investidor é “*consequência necessária*” da conduta ilícita da administração, agindo em nome e por conta da companhia na divulgação avara ou incorreta de fatos relevantes ao mercado. Quando a lei civil fala em dano “*direto e imediato*”, o que interessa é o “*liame de necessariedade entre causa e efeito, de modo que o resultado danoso seja consequência direta do fato danoso*”<sup>29</sup>.

8.10. Já em relação aos quesitos quarto, quinto e sexto, subsequentes, as indagações são genéricas, com apelos à subjetividade, de modo que

27 “Art. 58. [...] Parágrafo único. As deliberações da União, através de voto da Assembleia Geral, que visam à orientação de seus negócios, nos termos do art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976, são consideradas formas de exercício de direitos indisponíveis e não estarão sujeitas ao procedimento arbitral previsto no *caput* deste artigo.

28 Vicente Greco Filho, *Da Execução contra a Fazenda Pública*, tese, 1986, *passim*.

29 Gustavo Tepedino, “Notas sobre o Nexo de Causalidade”, in *Revista Trimestral de Direito Civil - RTDC*, vol. 6, p. 9.

podemos respondê-las em bloco. Com base nos argumentos expostos nas linhas anteriores, sentimo-nos habilitados para asseverar que há base legal e regulamentar no Direito brasileiro, seja na doutrina e na jurisprudência, para dizer que os Consulentes têm forte chance de vitória na arbitragem em discussão. Acreditamos que tenha ficado suficientemente evidenciado, no curso deste Parecer, que a evolução da doutrina e da jurisprudência, assim como a alteração estrutural da maioria das empresas, mormente as de mercado, nos últimos cinquenta anos, justificam que eventuais dúvidas que existiam quanto à responsabilidade da sociedade em tais casos tenham se dissipado, consolidando o entendimento de que a empresa, ela própria, é responsável perante os investidores de mercado de valores pelos atos ilícitos praticados pelos seus administradores, quando no exercício de suas funções. Em suma, a companhia é responsável pelos atos e omissões praticados na informação ao público investidor. Dentro de um razoável grau de certeza jurídica, a matéria objeto da Consulta é suficientemente pacífica e não oferece dúvidas numa interpretação sensata das normas vigentes que tratam da matéria.

8.11. O último quesito diz respeito à necessária utilização do *método econométrico* para avaliação das perdas sofridas pelos acionistas/investidores no mercado de valores mobiliários em consequência do impacto na cotação do preço das ações, levando-se em conta que a revelação das fraudes e ilicitudes praticadas pela Petrobras se relaciona a fatos que, embora relevantes, ou foram sonegados, ou foram divulgados ao mercado erroneamente, com incorreções e induções a erro. Observe-se, ademais, que malgrado a quase impossibilidade de se relacionar de forma completa e universal todas as fraudes e todos os atos ilícitos praticados por negligência ou dolo na companhia, os cálculos econométricos permitem se estabeleça a trama causal dos mesmos com o *quantum* de prejuízos provocados nos investidores em decorrência das transações efetuadas no mercado de valores mobiliários.

8.12. Partindo da premissa de que o árbitro é um juiz sem poder coercitivo, necessitando nas demandas reparatórias do apoio do juiz togado para a execução de suas decisões, força é que o eventual provimento condenatório disponha de liquidez e certeza, se bem que o tribunal arbitral possa, no caso, operar o fatiamento do mérito em duas etapas

distintas, uma objetivando, de forma genérica, o *an debeat* (a existência do dano) e outra focando o *quantum debeat* (quantificação do dano). Daí a pertinência do uso da prova pericial nos feitos de natureza reparatória, podendo essa prova revestir várias técnicas, dentre elas a *econometria*, entendida como o uso de análise via computador e de modelos técnicos estatísticos, destinados a descrever em termos matemáticos as relações econômicas e financeiras de diferentes cenários<sup>30</sup>. No caso, essa técnica entende-se inevitável, como observam os Consultentes em suas considerações iniciais, já que as fraudes praticadas no âmbito da Petrobras ou não foram divulgadas, ou o foram erroneamente veiculadas, com incorreções ou até mesmo com induções a equívocos, enfraquecendo muitas vezes as provas documentais e orais que possam ser trazidas à colação.

É o nosso parecer, s.m.j.

São Paulo, 23 de junho de 2016

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

<sup>30</sup> "ECONOMETRICS use of computer analysis and statistical modeling techniques to describe in mathematical terms the numerical relationship between key economic forces, such as labor, capital, interest rates, and government policies, then test the effects of changes in economic scenarios" (in Dictionary of Business Terms, Barroon's, New York, London, Toronto, Sidney, p. 185; No Brasil, temos a Sociedade Brasileira de Econometria, com mais de 1000 associados e sede na Praia do Botafogo, 190, no Rio de Janeiro - <<http://www.sbe.org.br/>>.