

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE DIREITO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO  
DEPARTAMENTO DE DIREITO PRIVADO E PROCESSO CIVIL

**GUILHERME DEWES BERGER**

**A RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA PERANTE OS INVESTIDORES PELOS  
DANOS DECORRENTES DE ILÍCITOS PRATICADOS PELOS  
ADMINISTRADORES**

PORTO ALEGRE  
2022

GUILHERME DEWES BERGER

**A RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA PERANTE OS INVESTIDORES PELOS  
DANOS DECORRENTES DE ILÍCITOS PRATICADOS PELOS  
ADMINISTRADORES**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito parcial para  
obtenção do grau de Bacharel no curso de  
graduação em Ciências Jurídicas e Sociais  
da Faculdade de Direito da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Luis Felipe Spinelli.

PORTO ALEGRE  
2022

GUILHERME DEWES BERGER

**A RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA PERANTE OS INVESTIDORES PELOS  
DANOS DECORRENTES DE ILÍCITOS PRATICADOS PELOS  
ADMINISTRADORES**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito parcial para  
obtenção do grau de Bacharel no curso de  
graduação em Ciências Jurídicas e Sociais  
da Faculdade de Direito da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul.

Aprovado em 10 de outubro de 2022.

**BANCA EXAMINADORA:**

---

Prof. Dr. Luis Felipe Spinelli  
Orientador

---

Dra. Laura Amaral Patella  
Membra da Banca

---

Prof. Dr. Marco Antônio Karam  
Membro da Banca

## RESUMO

Em atenção ao crescente número de casos de investidores brasileiros lesados ao investirem em sociedades anônimas, o presente trabalho tem o objetivo de expor e analisar, por meio de pesquisa jurídica e doutrinária, a possibilidade, as hipóteses e os argumentos contrários ao pleito indenizatório movido pelo investidor (acionista, ex-acionista ou terceiro) que busca ser ressarcido pelos prejuízos experimentados em razão de ato ilícito desempenhado por uma sociedade anônima, especialmente no atinente aos atos faltosos praticados pelos seus administradores. O objetivo desta pesquisa é colaborar com o esclarecimento da controvérsia existente no direito brasileiro acerca da efetiva responsabilidade direta da companhia, bem como auxiliar na delimitação e na fixação dos limites da responsabilidade da sociedade anônima em si – e não de seus administradores – perante os investidores. Inicialmente, será feita uma exposição acerca do atual regime de responsabilidade civil por danos causados pelos administradores. Posteriormente, será analisada a hipótese da responsabilidade civil direta da companhia, para verificar a possibilidade (ou não) dos danos experimentados pelos investidores serem reparados pela própria companhia diante da insuficiência patrimonial dos administradores. Por fim, serão abordados e esclarecidos os argumentos contrários a tal hipótese de responsabilização direta da companhia, tecendo-se críticas acerca da sua efetiva aplicabilidade.

**Palavras-chave:** Responsabilidade civil direta. Companhia. Atos ilícitos de administradores. Indenização. Danos diretos. Investidor.

## ABSTRACT

Aware of the increasing number of cases involving Brazilian investors who have suffered losses when investing in corporations, this paper aims to expose and analyze, through legal and doctrinal research, the possibility, the scenarios, and the opposite arguments to the action for damages filed by the investor (shareholder, former shareholder or third party) seeking compensation for the losses suffered as a consequence of wrongful act performed by a corporation, especially regarding the misconducts of its managers. The main purpose of this research is to contribute to the clarification of the ongoing debate in the Brazilian law concerning the direct liability of the corporation, as well as to further help in establishing the limits of the liability of the corporation itself – and not of its managers – vis-à-vis the investors. At first, the current regime of civil liability for the losses caused by managers will be presented. Subsequently, the hypothesis of the corporation's direct liability will be examined in order to verify the possibility (or not) of investors' losses being compensated by the corporation itself, due to the insufficiency of its managers' assets. And finally, the opposing arguments to such hypothesis of direct liability of the corporation will be addressed and clarified, providing critical remarks about its actual enforceability.

**Keywords:** Direct liability. Corporation. Wrongful acts of managers. Indemnification / compensation. Direct losses. Investor.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

“CAM B3”	–	Câmara de Arbitragem do Mercado
“CC”	–	Código Civil (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002)
“CVM”	–	Comissão de Valores Mobiliários
“Lei das S/A” ou “LSA”	–	Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976)
“OCDE”	–	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
“Petrobras”	–	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2. A RESPONSABILIDADE CIVIL DA SOCIEDADE ANÔNIMA PARA REPARAR PREJUÍZOS DE SEUS ADMINISTRADORES .....</b>	<b>12</b>
2.1.A ESTRUTURA ORGANIZACIONAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS: RELAÇÃO ENTRE ADMINISTRADOR E COMPANHIA .....	12
2.2.O ATUAL REGIME DE RESPONSABILIDADE CIVIL POR DANOS CAUSADOS POR ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS: EXEGESE DO ART. 158 DA LEI DAS S/A.....	14
2.3.A HIPÓTESE DE RESPONSABILIZAÇÃO CIVIL DIRETA DA COMPANHIA ...	20
<b>3. CRÍTICAS AOS ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À RESPONSABILIZAÇÃO DIRETA DA COMPANHIA.....</b>	<b>36</b>
3.1.INEXISTÊNCIA DE PREVISÃO ESPECÍFICA SOBRE ESSA HIPÓTESE DE RESPONSABILIZAÇÃO NA LEI DAS S/A .....	36
3.2. O ARGUMENTO “AUTOFÁGICO” .....	41
3.3. O PROBLEMA DA CIRCULARIDADE – TRATAMENTO DESIGUAL ENTRE OS ACIONISTAS DA COMPANHIA .....	44
3.4. O RISCO DE RESPONSABILIZAR A COMPANHIA ENQUANTO VÍTIMA DOS ATOS ILÍCITOS DE SEUS ADMINISTRADORES .....	48
<b>4. CONCLUSÃO.....</b>	<b>52</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>58</b>
<b>LEGISLAÇÃO CONSULTADA.....</b>	<b>63</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Não são raros os prejuízos financeiros suportados pelos investidores brasileiros ao investirem em sociedades anônimas, sobretudo nas companhias abertas listadas na bolsa de valores. Entretanto, em sua maioria, tais prejuízos, sinteticamente, são oriundos de flutuações nos valores dos papéis das sociedades investidas, causadas por uma série de fatores relativos ao mercado, como movimentos macroeconômicos, perspectivas futuras das companhias e influências estrangeiras, entre outras. Desta forma, ainda que sejam recorrentes, referidos prejuízos, na prática, não são comumente indenizáveis, tendo em vista que são inerentes à estrutura de funcionamento do mercado e fazem parte dos riscos do investimento.

Entretanto, a controvérsia, ora objeto de análise, forma-se quando verificado que alguns dos investidores acabam experimentando danos patrimoniais causados pela conduta faltosa do administrador da companhia na qual foi realizado o investimento. Nessa toada, Marcelo Vieira von Adamek comenta que “especialmente nas macroempresas, os administradores exercem parcela significativa de poder social e, do desempenho de suas funções, podem resultar danos significativos à própria companhia, aos seus acionistas e até mesmo a terceiros”<sup>1</sup>.

Destarte, diante da hipótese supramencionada, exsurtem alguns questionamentos: o investidor lesado, nesse caso, teria o direito de ser indenizado pelos danos econômico-financeiros auferidos em razão da conduta ilícita de um administrador? Em caso positivo, a referida indenização poderia ser pleiteada diretamente em face da sociedade anônima (enquanto pessoa jurídica) ou somente poderia ser buscada perante o seu administrador faltoso (enquanto pessoa física)? Por fim, quais seriam os argumentos contrários e os limites da responsabilização direta da companhia perante o investidor lesado por atos ilícitos dos administradores?

No âmbito da responsabilidade pessoal dos administradores das companhias, a Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S/A” ou “LSA”) deu cabo de regular ampla e expressamente a temática, conforme disposições dos arts. 158 e 159 da LSA. Contudo, a ausência de referência expressa e específica à hipótese de

---

<sup>1</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 193.

responsabilidade civil da própria companhia pelos atos ilícitos de seus administradores na legislação especial, à primeira vista, parece tornar a busca dos investidores por indenizações diretamente no patrimônio da sociedade juridicamente inviável, tendo em vista que, supostamente, o direito pátrio teria concebido unicamente a hipótese de responsabilização pessoal do administrador da companhia pelos prejuízos gerados.

Por conseguinte, faz-se evidente a necessidade de analisar, sob o ponto de vista do ordenamento jurídico brasileiro, e através da ponderação acerca do regime de responsabilidade das sociedades anônimas, a possibilidade (ou não) dos investidores buscarem a reparação diretamente em face da companhia em razão dos prejuízos auferidos pelo descumprimento de deveres pelos administradores.

Ou seja, em outras palavras, tem-se por objetivo elucidar a situação do investidor (acionista, ex-acionista ou terceiro) que experimentou danos – causados unicamente pela conduta faltosa dos administradores da companhia investida –, averiguando-se as hipóteses, os argumentos contrários e os limites dos investidores em serem indenizados pela própria companhia.

Destaca-se que a análise a ser realizada é jurídica e doutrinária, não se tendo qualquer pretensão de realizar um exame histórico a respeito da matéria em questão, bem como não serão feitos diagnósticos econômicos acerca do mercado de valores mobiliários ou da efetiva viabilidade de referidas hipóteses de indenização dos investidores.

Além da relevância teórica, o estudo da temática escolhida ganha especial relevância prática, sobretudo se considerados os diversos casos no mercado de capitais brasileiro, envolvendo algumas das mais imponentes companhias abertas listadas na B3, nos quais, justamente, indenizações bilionárias em razão de prejuízos causados pelos atos ilícitos de administradores são pleiteadas diretamente em face das companhias<sup>2</sup>. Outrossim, vale mencionar que, nos foros do exterior, também são

---

<sup>2</sup> Vale mencionar, *exempli gratia*, os seguintes casos: (i) GUIMARÃES, Fernanda. *Investidores cobram até R\$ 60 bilhões da Petrobrás em processos de arbitragem*. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,investidores-cobram-ate-r-60-bilhoes-da-petrobras-em-processos-de-arbitragem,70003690577>>. Acesso em 22 de agosto de 2022; (ii) SCHINCARIOL, Juliana. *Decisão arbitral nega reparação de danos a investidores do IRB*. Disponível em:

buscadas indenizações com embasamentos similares em face de companhias brasileiras<sup>3</sup>.

Desta forma, faz-se evidente que a temática é de suma importância para o direito societário, bem como para o mercado de capitais brasileiro – não apenas para o seu devido funcionamento, como também para o seu efetivo desenvolvimento. A necessidade de estabilização da matéria para garantir maior segurança jurídica ao investidor e à companhia também torna fundamental o enfrentamento da problemática, sobretudo, com o intuito de atrair volumes maiores de investimento para o mercado de capitais pátrio – tento em vista que as dificuldades de indenização em casos como estes, atualmente, afastam muitos investimentos, especialmente estrangeiros<sup>4</sup>.

---

<<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/06/10/decisao-arbitral-nega-reparacao-de-danos-a-investidores-do-irb.ghtml>>. Acesso em 06 de setembro de 2022; (iii) SCHINCARIOL, Juliana. *Arbitragem contra a empresa tem 250 adesões*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/01/22/arbitragem-contra-a-empresa-tem-250-adesoes.ghtml>>. Acesso em 06 de setembro de 2022; e (iv) INFOMONEY. *IRB (IRBR3): acionista pede indenização de R\$ 807,4 mil por perdas com queda dos ativos*. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/irb-irbr3-acionista-pede-indenizacao-de-r-8074-mil-por-perdas-com-queda-dos-ativos/>>. Acesso em 24 de setembro de 2022.

<sup>3</sup> “Até 2019, ao menos sete companhias brasileiras já haviam sido acionadas por meio de *class actions* nos EUA: Bradesco, Braskem, BRF, Eletrobras, Gerdau, Petrobras e Vale. Por conta da propositura dessas ações perante o Poder Judiciário estrangeiro contra companhias brasileiras, surgem no País debates em torno da possibilidade de investidores brasileiros prejudicados buscarem no próprio ordenamento jurídico nacional a responsabilização direta das companhias pelas eventuais indenizações devidas, em parâmetros similares aos da regulamentação americana” (GONTIJO, Bruno. *Empresas devem indenizar acionistas por fraudes?* Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/empresas-devem-indenizar-acionistas-por-fraudes/>>. Acesso em 02 de setembro de 2022). No mesmo sentido: BULLOCK, Henninger; MORATO, Leonardo L.; SPEHR, Richard. *Ações contra empresas brasileiras nos EUA por condutas praticadas no Brasil*. Disponível em: <<https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/acoes-contra-empresas-brasileiras-nos-eua-por-condutas-praticadas-no-brasil/>>. Acesso em 06 de setembro de 2022.

<sup>4</sup> Corroborando com esse entendimento, Arnoldo Wald comenta que “[o] leque de opções voltadas à proteção jurídica do investidor é uma tônica fundamental a todo e qualquer ordenamento que pretende não apenas atrair o capital estrangeiro, mas verdadeiramente fazer com que ele permaneça no país e produza riqueza e crie empregos, além de fornecer dívidas” (Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 149). Em sentido muito similar é entendimento de Fábio Ulhoa Coelho, que complementa a disposição anterior: “[e]ntrepreneurs not only make economic calculations when they examine the opportunity of new investments. They make legal calculations as well, based on the Law in force and how it has been applied by the courts in a given jurisdiction. Therefore, the legal protection of the investment (LPI) offered by the countries is one of the most important weapons in the global competition for the investments. [...] When conservative entrepreneurs make legal calculations, they presuppose that the Law in force will be strictly applied by the courts and the precedents will be observed. They trust in legal certainty. A small margin of unpredictability is generally tolerated because nobody knows how to anticipate 100% of the judicial rulings. There is definitely a ‘predictable unpredictability’. The tiny margin of predictable unpredictability is incorporated into the conservative entrepreneurs’ legal calculations and does not disturb their economic decision. A legal uncertainty environment results from the increase of the predictable unpredictability. When the number of

Outrossim, a escolha da temática em questão, com relevância tanto prática quanto teórica, visa a contribuir, por meio da análise doutrinária, de maneira positiva no esclarecimento e na consolidação da controvérsia que é objeto de intenso e atual debate nos campos do direito empresarial<sup>5</sup>.

É importante elucidar que, em que pese esse problema seja mais evidenciado e abordado nas sociedades anônimas de capital aberto (em função das quais, inclusive, é que surgiu essa discussão – fator que é causado pela atuação mais ampla dos órgãos de administração nessa classe de sociedades, diante da pulverização do capital social), os atos ilícitos de administradores também podem causar danos a investidores de sociedades anônimas de capital fechado (ainda que em menor dimensão). Portanto, para fins de delimitação do escopo do presente trabalho, não foi realizada distinção entre as espécies de sociedades anônimas.

Com relação à metodologia empregada na pesquisa, em razão da necessidade de abordar a controvérsia existente no direito brasileiro acerca da responsabilidade direta da companhia de indenizar os seus investidores pelos prejuízos gerados, fez-se relevante a escolha do método dialético. Ou seja, através do confronto dos dois entendimentos divergentes, entre os doutrinadores que defendem a possibilidade de responsabilização direta da companhia e os que defendem a impossibilidade de dita responsabilidade, teve-se o intuito de extrair desse contexto uma eventual resolução para a temática. Ademais, foi utilizado, conjuntamente, o método dedutivo, tendo o enfoque de analisar, sob a ótica do ordenamento jurídico brasileiro, as hipóteses, as circunstâncias e os limites nos quais o acionista tem o direito de ser indenizado pelos prejuízos experimentados em razão de ilícitos perpetrados por administradores de sociedades anônimas.

---

*unpredictable judicial decisions extrapolates the normally small margin presupposed by the conservative entrepreneurs' calculations, legal certainty disappears. The conservative entrepreneur avoids doing business in countries without legal certainty. He feels more comfortable where the rules are clear and effective. A country without legal certainty tends to turn away conservative investments* ("Legal Protection of Investments". *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 14, pp. 192-195, jan./jun. 2014).

<sup>5</sup> A título exemplificativo, vide CARVALHOSA, Modesto; CANTIDIANO, Maria Lucia. *A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia?* Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/antitese/a-legislacao-brasileira-permite-que-um-acionista-seja-individualmente-indenizado-pela-companhia/>>. Acesso em 01 de setembro de 2022.

## 2. A RESPONSABILIDADE CIVIL DA SOCIEDADE ANÔNIMA PARA REPARAR PREJUÍZOS DE SEUS ADMINISTRADORES

### 2.1. A ESTRUTURA ORGANIZACIONAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS: RELAÇÃO ENTRE ADMINISTRADOR E COMPANHIA

Antes de adentrarmos propriamente no estudo da responsabilidade civil direta da companhia, faz-se *mister* elucidar, como pressuposto fático, a forma na qual as sociedades anônimas são estruturadas, tendo em vista que a relação existente entre os administradores e a companhia será determinante para assentar a responsabilidade da pessoa jurídica (companhia) pelos atos ilícitos das pessoas físicas (administradores)<sup>6</sup>.

Tradicionalmente, existia uma dualidade de teorias que tinha por objetivo classificar e esclarecer a natureza do vínculo entre a pessoa jurídica e os órgãos que a integram, quais sejam: (i) a Teoria da Representação ou Contratualista; e (ii) a Teoria Orgânica<sup>7</sup>.

Ao longo de muitos anos, vigorou um enfoque puramente contratualista no direito societário<sup>8</sup>, que difundia a ideia de que os órgãos da sociedade não seriam elementos internos e integrantes da pessoa jurídica, mas, em verdade, constituiriam uma realidade exterior, vinculada à sociedade em função de um vínculo (*i.e.*, um contrato de mandato) com esse objeto específico<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 40-41. No mesmo sentido: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 55.

<sup>7</sup> MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado: Parte Geral; Tomo I*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 412.

<sup>8</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, pp. 70-71. No mesmo sentido: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 55.

<sup>9</sup> MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado: Parte Geral; Tomo I*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 412.

Contudo, em razão de uma série de fatores que não serão objeto de estudo<sup>10</sup>, prevaleceu, tanto no Brasil quanto no exterior, a teoria orgânica da companhia no direito societário<sup>11-12</sup>, segundo a qual a sociedade anônima é 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>13</sup>. Referidos polos de imputação de poderes, conforme designação atribuída pela própria legislação especial, são os chamados órgãos sociais.

---

<sup>10</sup> Ana Carolina Weber comenta acerca de alguns dos fatores que contribuíram para o destaque da teoria orgânica: “[c]abe ainda ressaltar que um olhar sobre as mais modernas estruturas administrativas das sociedades anônimas revela a incompatibilidade de se definir a relação administrador-companhia com base naquela que se verifica em um contrato de mandato. Com efeito, com a maior complexidade das companhias, novos órgãos são criados e não se atribui a todos os seus integrantes os poderes de representá-las externamente. Sobre esse ponto, vale referir os comitês de assessoramento do conselho de administração e o próprio conselho de administração, aos quais a lei e os estatutos sociais não conferem poderes de vinculação da sociedade em relação a terceiros. Tais poderes, na verdade, são tradicionalmente conferidos aos diretores. Com base nessa situação, se fosse mantida a definição da relação administrador-companhia com fundamento na teoria do mandato, que atribui ao mandatário poderes de representação, somente os membros da diretoria de sociedades anônimas poderiam ser considerados mandatários e, portanto, administradores” (*Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 44).

<sup>11</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, pp. 71-72.

<sup>12</sup> Em que pese Marcelo Vieira von Adamek reconheça que a discussão acerca da teoria utilizada para explicar a organização interna das sociedades anônimas tenha relevância diminuída; ainda assim, ele representa a doutrina divergente na matéria. O autor defende a utilização da Teoria Contratualista da seguinte forma: “[e]m primeiro lugar, pode-se questionar se o caráter orgânico do vínculo tem como consequência necessária a inserção da responsabilidade civil do administrador nas hastes da responsabilidade aquiliana. Essa associação, supostamente necessária de causa e efeito, é claramente contrariada quando se procede à distinção entre duas realidades conexas: a posição da administração como elemento da organização societária é orgânica, e entre órgão e pessoa jurídica, de certo, não há relação jurídica; no entanto, os administradores ligam-se à sociedade por um vínculo jurídico contratual ou, para outros, por meio de negócio jurídico unilateral, com o que, para os adeptos dessas correntes, a responsabilidade correlata seria obrigacional. Em segundo lugar, mesmo quando não se queira antever a existência de vínculo negocial entre o administrador e a companhia - sob a explicação de que a vinculação resultaria de simples ato de preposição orgânica -, também essa posição não é incompatível com o caráter obrigacional da responsabilidade dos administradores. Isso porque, em última análise, a responsabilidade dos administradores decorre da violação de deveres irradiados do contrato de sociedade, ao qual hodiernamente se reconhece o caráter de contrato de organização (isto é, de coordenação da influência jurídica recíproca de atos) e, portanto, fonte de vários deveres de conduta no plano interno; os poderes dos administradores e, por consequência, os seus deveres, resultariam do próprio contrato de sociedade, que seria a sua fonte atributiva. Por isso, o inadimplemento das obrigações daí resultantes daria ensejo à responsabilidade do tipo obrigacional” (*Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 195-198).

<sup>13</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 56.

Assim, seguindo a terminologia utilizada por Pontes de Miranda, os administradores não representam a companhia, tendo em vista que essa hipótese só é cabível em casos de incapacidade. Perante terceiros, os administradores, em verdade, apresentam a companhia na prática dos atos; ou seja, o órgão administrativo, constituído pelos administradores eleitos, corporifica a sociedade, permitindo que ela esteja fisicamente presente na prática de determinado ato jurídico. Desta forma, conclui-se que as atividades das pessoas jurídicas, praticadas por meio de seus órgãos, são propriamente suas, ainda que praticadas por pessoas físicas (administradores)<sup>14</sup>.

Em síntese, quando a companhia age através de seus administradores eleitos, “é ela mesma quem manifesta a sua vontade e pratica o ato jurídico”<sup>15</sup> – daí irá decorrer a hipótese de que a responsabilidade pelos riscos e danos decorrentes de atos dos administradores seja, em verdade, imputada à própria companhia<sup>16</sup>.

## 2.2. O ATUAL REGIME DE RESPONSABILIDADE CIVIL POR DANOS CAUSADOS POR ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS: EXEGESE DO ART. 158 DA LEI DAS S/A

Para que seja possível visualizar os casos nos quais a companhia poderá ser responsabilizada diretamente por ilícitos praticados por seus administradores (em que pese a inexistência de previsão específica sobre essa hipótese de responsabilização na Lei das S/A)<sup>17</sup>, faz-se pertinente elucidar a forma na qual a legislação societária fixou expressamente as possibilidades de responsabilização individual do administrador e, conseqüentemente, da companhia.

---

<sup>14</sup> MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado: Parte Geral; Tomo I*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, pp. 412 e 578-579.

<sup>15</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 57.

<sup>16</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 47.

<sup>17</sup> Vide Tópico 3.1 do presente trabalho.

Ao exercerem suas funções, os administradores podem, eventualmente, causar danos à companhia, aos acionistas, ou aos terceiros (*i.e.*, contratantes, empregados, fornecedores, investidores do mercado de capitais, e o público em geral)<sup>18</sup>. Em pior cenário, por vezes, uma conduta única do administrador pode acarretar prejuízos simultâneos para todos os três entes – companhia, acionista e terceiro<sup>19</sup>. Diante desses referidos danos, torna-se importante a instituição de um regime de responsabilidade civil dos administradores<sup>20</sup>.

Ao analisar-se a legislação relativa à matéria, verifica-se que a regra básica de responsabilidade civil dos administradores das sociedades anônimas está disposta no art. 158 da LSA, qual seja:

Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto.<sup>21</sup>

A simples exegese da letra da lei permite concluir que existem dois princípios essenciais, quais sejam: (i) o administrador não será responsável pelos atos de regular gestão<sup>22</sup>; mas (ii) será civilmente responsável quando, dentro das suas

---

<sup>18</sup> Marcelo Vieira von Adamek enumera uma série de exemplos de atos ilícitos dos administradores capazes de gerar danos aos investidores e à companhia (*Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*). São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 199-206).

<sup>19</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 198-199. No mesmo sentido: VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. Volume II – Artigos 74 a 136. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1959, p. 335.

<sup>20</sup> Nelson Eizirik menciona que esse sistema teria duas funções, quais sejam: (i) seria tanto uma forma de reparação do dano através da recomposição do patrimônio do ente lesado, assim como ocorre na responsabilidade civil em geral; (ii) quanto um meio de controle da atuação dos administradores, buscando-se balancear o poder decisório decorrente do órgão de gestão e a responsabilidade (*A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 200).

<sup>21</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

<sup>22</sup> Marcelo Vieira von Adamek define a expressão “atos de regular gestão”, empregada na legislação: “[a] noção antagônica da expressão ‘ato de regular de gestão’ deve compreender-se logicamente na expressão antitética ‘ato irregular de gestão’, como verso e reverso da mesma moeda. E, como necessariamente os únicos parâmetros válidos para a aferição da regularidade do ato do administrador devem ser encontrados na lei ou no estatuto (ato-norma), segue-se que irregular será o ato de gestão praticado com violação da lei ou do estatuto; também o será o ato praticado fora dos limites das atribuições de seu cargo, já que semelhante atuação, por evidente, contrastará igualmente com a lei e com o estatuto” (*Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 212). Nelson Eizirik complementa ao expor o que segue: “[a] expressão ‘ato de regular de gestão’ não foi definida na Lei das S.A., devendo, como tal, ser entendido aquele praticado nos limites das atribuições dos administradores e sem violação da lei ou do estatuto social. [...] Trata-se, a menção ao ato regular de gestão, de uma tautologia incorrida pelo legislador. Com efeito, confundem-

atribuições, atuar com culpa ou dolo, ou quando violar a lei (em seu sentido mais amplo, abrangendo também as diferentes leis especiais e outros atos normativos em geral que abordam a conduta dos administradores)<sup>23</sup> ou o estatuto (vale esclarecer que essa segunda hipótese, ventilada no inciso II do art. 158 da Lei das S/A, também trata de responsabilidade subjetiva)<sup>24</sup>. Ou seja, em princípio, nos casos em que o administrador assumir obrigações pela companhia através de atos de regular gestão, apenas a sociedade anônima responderá.

Perante acionistas e terceiros, essa exclusão da responsabilidade individual do administrador nos casos de regular gestão fundamenta-se, sobretudo, na estruturação orgânica adotada pelas sociedades anônimas<sup>25\_26</sup>.

---

se o ato de irregular de gestão e o ato praticado com violação da lei ou do estatuto, não havendo, pois, necessidade de 2 (dois) conceitos jurídicos para a mesma situação. Bastaria ter a Lei das S.A. mencionado que o administrador só é pessoalmente responsável quando agir com infração à lei ou ao estatuto” (*A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 201). No mesmo sentido: GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, pp. 73-74.

<sup>23</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1209.

<sup>24</sup> Embora alguns doutrinadores nacionais defendam a aplicação da teoria objetiva da conduta à responsabilidade dos administradores, como é o caso de Modesto Carvalhosa (*Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3º Volume: artigos 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 434-437 e 442), há que se considerar que o entendimento da doutrina majoritária é no sentido de que a responsabilidade dos administradores, conforme elucidado no inciso II do art. 158 da LSA, é, em verdade, de natureza subjetiva, nos termos do exposto por Nelson Eizirik: “[f]icando caracterizado o ato ilícito, há uma presunção – relativa – de sua culpa, invertendo-se o ônus da prova; assim, caberá ao administrador demonstrar que, embora tenha violado a lei ou o estatuto, agiu sem culpa ou dolo. Pode o administrador demonstrar que agiu contrariamente à lei ou ao estatuto por ser a única alternativa viável, diante das circunstâncias, para atender ao interesse social” (*A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 203-204).

<sup>25</sup> Esta é mesma conclusão encontrada por José Alexandre Tavares Guerreiro: “[p]elo exposto, pode-se concluir, que a responsabilidade dos administradores tem como pressuposto sua condição de órgãos sociais, através dos quais se expressa a vontade coletiva, emanada das deliberações da assembléia geral. [...] Atuando como órgão da pessoa jurídica, nada mais faz a pessoa física do administrador do que realizar a vontade do ente coletivo. No relacionamento com terceiros, é a própria sociedade anônima que se obriga, inexistindo, em consequência, qualquer razão capaz de justificar o comprometimento pessoal do administrador e de seu patrimônio particular em virtude de atos praticados como representante da companhia” (Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, p. 73). No mesmo sentido: MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: artigo por artigo*. 4. ed. Rio de Janeiro, Forense, 2010, p. 597.

<sup>26</sup> Com relação à estrutura orgânica da sociedade anônima frente a superada teoria contratualista, Marcelo Vieira von Adamek comenta o seguinte: “[o] princípio da irresponsabilidade do administrador por atos regulares de gestão não constitui apanágio da teoria organicista nem se revela incompatível com a superada visão de que o administrador seria mandatário da sociedade, pois, mesmo em matéria de mandato, prevalece regra semelhante (CC, art. 663, 1ª parte)” (*Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 211).

Conforme já abordado no tópico 2.1, considerando-se que a companhia adquire personalidade jurídica apenas por ficção legal<sup>27</sup>, as suas manifestações emanam do órgão formado pelos seus administradores<sup>28</sup>, que corporifica a vontade da companhia ao contrair as obrigações<sup>29</sup>. Desta forma, a vontade da sociedade é manifestada pelo administrador na esfera das atribuições da sua administração. Portanto, na medida em que, durante a prática de atos de regular gestão, os administradores não manifestam a sua vontade individual, mas a da própria companhia, a conclusão lógica é que a pessoa jurídica seja responsabilizada em caso de eventuais prejuízos à terceiros, pois, de forma ficta, foi ela quem praticou os atos jurídicos e contraiu as obrigações<sup>30</sup>.

Apesar disso, conforme destacado por Ana Carolina Weber, a título complementar ao parâmetro do ato de regular gestão disposto no art. 158 LSA, hodiernamente, ainda que não estejam presentes os pressupostos capazes de afastar a responsabilidade individual do administrador por danos à companhia ou aos acionistas, o ônus indenizatório não poderá ser imputado diretamente ao administrador quando o dano for decorrente de uma decisão negocial, tomada de boa-fé, de forma informada e visando atingir o melhor interesse da sociedade<sup>31</sup>, nos termos

---

<sup>27</sup> “Art. 44. São pessoas jurídicas de direito privado: [...] II - as sociedades” e “Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150)” (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002).

<sup>28</sup> “Art. 144. No silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular. Parágrafo único. Nos limites de suas atribuições e poderes, é lícito aos diretores constituir mandatários da companhia, devendo ser especificados no instrumento os atos ou operações que poderão praticar e a duração do mandato, que, no caso de mandato judicial, poderá ser por prazo indeterminado” (BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

<sup>29</sup> Acerca da análise da temática, Ana Carolina Weber expõe de maneira bastante didática a corporificação da vontade da companhia nos órgãos de administração: “as sociedades, ainda que possam ser titulares de personalidade jurídica própria, não se materializam no mundo real e tampouco têm mecanismos para se expressar no mundo jurídico sem que indivíduos estejam presentes. Vale dizer, tal como qualquer sociedade personificada, as companhias necessitam de um ‘veículo’ por meio do qual possam manifestar a ‘sua’ vontade, que não se confunde com a de seus acionistas [ou administradores]” (*Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 38).

<sup>30</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3º Volume: artigos 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 427-428. No mesmo sentido: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 211.

<sup>31</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 52-55. No mesmo sentido: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 445-449.

do sugerido no art. 159, §6º, da LSA<sup>32</sup>, uma vez que não se pode responsabilizá-lo pelo insucesso de uma negociação (trata-se da chamada *business judgment rule*).

No mesmo sentido, a corporificação da vontade das sociedades anônimas através dos órgãos sociais também é o que torna os administradores individualmente responsáveis perante a companhia, quando praticarem atos com culpa ou dolo ou em violação à lei ou ao estatuto.

Internamente, é possível fazer a distinção entre os órgãos sociais e as pessoas naturais titulares dos seus cargos, que estabelecem sua relação jurídica através das disposições legais e estatutária, tendo em vista que “o administrador não ‘é’ o órgão, mas, sim, o instrumento de execução das funções que são conferidas ao órgão”<sup>33</sup>. Desta forma, em decorrência dessa relação jurídica, os administradores são responsáveis perante a companhia, sendo gerados deveres e encargos pessoais, tanto de caráter funcional como patrimonial, na condução dos negócios sob sua responsabilidade<sup>34\_35</sup>.

Assim, veja-se que a responsabilidade interna dos administradores perante a companhia decorre tanto da lei quanto do estatuto, que visam a assegurar que os poderes atribuídos sejam direcionados para a consecução do objeto social da sociedade. Outrossim, a reponsabilidade dos administradores perante os acionistas

---

<sup>32</sup> “§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia” (BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

<sup>33</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 47. No mesmo sentido: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 60.

<sup>34</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3º Volume: artigos 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 428-429.

<sup>35</sup> Em sentido similar ao exposto, Laura Amaral Patella e Mariana Martins-Costa Ferreira esclarecem que “a depender da função exercida pelo órgão social, eventuais transgressões por seus membros poderão ter consequências distintas no plano interno (relação entre administradores e sociedade) e externo (relação entre administradores ou sociedade e terceiros) [...] um administrador com função executiva pode vir a não ser responsabilizado por terceiros pela sua atuação ilícita, mas vir a responder civilmente perante a sociedade pelo mesmo ato lesivo” (O Regime de Excesso de Poderes dos Administradores de Sociedades Personificadas no Código Civil. In: BARBOSA, Henrique; FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa (coords.). *A evolução do Direito Empresarial e Obrigacional: Os 18 anos do Código Civil – Societário & Direito de Empresa – Vol. 1*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 624).

ou terceiros decorre sempre da violação dos deveres estabelecidos em normas legais (natureza delitual)<sup>36</sup>.

Ainda, conforme elucidado por Alfredo Sérgio Lazzereschi Neto, existem três pressupostos para a configuração da responsabilidade do administrador, quais sejam: (i) a existência de conduta antijurídica (omissiva ou comissiva) imputável ao administrador; (ii) a existência de dano experimentado pela companhia, acionista ou terceiro; e (iii) nexo de causalidade entre a conduta antijurídica do administrador e o dano – relação direta de causa e efeito entre a conduta e o dano<sup>37-38</sup>.

Ressalta-se, contudo, que o dano deve ser certo, atual e possuir repercussão patrimonial<sup>39-40</sup> – não podendo ser hipotético, expectativo, presumido, incerto ou eventual<sup>41</sup>. A repercussão patrimonial é indispensável<sup>42</sup> na medida em que a simples

---

<sup>36</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 199 e 204.

<sup>37</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, pp. 385 e 400. No mesmo sentido: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 210.

<sup>38</sup> Embasando-se nos ensinamentos de Sergio Cavalieri Filho, é importante destacar que os pressupostos mencionados em nada destoam dos pressupostos da responsabilidade subjetiva geral: “[e]sses três elementos, apresentados pela doutrina francesa como *pressupostos da responsabilidade civil subjetiva*, podem ser claramente identificados no art. 186 do Código Civil, mediante simples análise do seu texto, a saber: a) *conduta culposa do agente*, o que fica patente pela expressão ‘aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imperícia’; b) *nexo causal*, que vem expresso no verbo *causar*; e c) *dano*, revelado nas expressões ‘violar direito ou causar dano a outrem’. Nessa toada, com relação ao nexo causal, cumpre mencionar que o direito civil brasileiro adotou a teoria da causalidade adequada, segundo a qual “nem todas as condições que concorrem para o resultado são equivalentes (como no caso da responsabilidade penal), *mas somente aquela que foi a mais adequada a produzir concretamente o resultado*. Além de se indagar se uma determinada condição concorreu concretamente para o evento, é ainda preciso apurar se, *em abstrato*, ela era adequada a produzir aquele efeito. Entre duas ou mais circunstâncias que concretamente concorreram para a produção do resultado, causa adequada será aquela que teve interferência decisiva” (CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2014, pp. 33 e 66).

<sup>39</sup> Nesse sentido, comenta Trajano de Miranda Valverde: “[d]iz-se, por isso, que a existência do prejuízo é da essência da responsabilidade civil e o que a distingue da responsabilidade moral ou penal. O prejuízo deve ser de ordem patrimonial, é certo, pouco importando que o seu montante não seja desde logo possível fixar-se. A sociedade, os acionistas ou os terceiros, conforme o caso, só podem acionar os diretores, quando os atos ilícitos por estes praticados lhes tenham causado prejuízo” (*Sociedades por Ações*. Volume II – Artigos 74 a 136. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1959, p. 335).

<sup>40</sup> Ainda que a grande maioria dos doutrinadores aborde especificamente a hipótese dos danos materiais/patrimoniais, não foram vislumbrados, ao longo da pesquisa realizada, empecilhos capazes de impedir a configuração da responsabilidade do administrador também diante de danos de caráter moral, caso estejam devidamente configurados nos casos em concreto.

<sup>41</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 230-236.

<sup>42</sup> Em sentido contrário, Modesto Carvalhosa defende que: “[m]esmo que não decorra da prática abusiva, ilegal ou antiestatutária nenhum prejuízo material para a companhia, configura-se sempre a responsabilidade do administrador. A ofensa ao direito da companhia é ato ilícito, mesmo que não ocorra nenhum prejuízo ao seu patrimônio. O termo ‘prejuízo’, na espécie, é sinônimo de ofensa ou

violação da lei ou do estatuto não tem o condão de gerar, imediata e necessariamente, danos para os entes envolvidos<sup>43</sup>.

Por fim, em apertada síntese, conclui-se que a Lei das S/A define que, quando o administrador praticar ato regular de gestão, apenas a companhia responderá pelos danos eventualmente causados, tendo em vista que, como órgão da companhia, o administrador atua como tal enquanto cumprir suas atribuições legais e estatutárias. Contudo, no momento em que o administrador infringir a lei ou o estatuto, ele deixa de constituir órgão social e, portanto, será individualmente responsabilizado<sup>44</sup>.

### 2.3. A HIPÓTESE DE RESPONSABILIZAÇÃO CIVIL DIRETA DA COMPANHIA

Superada a análise do regime da responsabilidade civil vigente (ainda que obsoleto – conforme será abordado doravante) na legislação societária, com base na simples interpretação do que está expressamente disposto no art. 158 da Lei das S/A, passa-se, então, à temática central da presente análise, para que se evidencie a quem, efetivamente, deverá ser imputado o dever de recompor os prejuízos causados ao patrimônio do investidor. Seria apenas ao próprio administrador, apenas à sociedade anônima, ou a ambos solidariamente?

---

lesão, que pode ou não materializar-se em perdas patrimoniais. Tem a companhia, conseqüentemente, legitimidade para arguir a responsabilidade de seus administradores sempre que estes abusem de suas atribuições ordinárias e ofendam o seu direito, de natureza legal ou estatutária, mesmo que, em ambas as hipóteses, a infringência não possa ser traduzida, no caso concreto, em efetivo prejuízo material, como referido. A presunção da infringência à lei ou ao estatuto é de sempre acarretar lesão, ainda que não se possa medi-la no plano material”. O doutrinador ainda conclui: “[n]ão é admissível, portanto, a interpretação restritiva do termo ‘prejuízo’ como sinônimo de ‘dano material’. No conceito estão incluídos o dano jurídico e o dano moral” (*Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3º Volume: artigos 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 432). Contudo, Ana Carolina Weber reprova expressamente o argumento exposto por Modesto Carvalhosa ao dispor que “não merece acolhimento o entendimento no sentido de que ‘mesmo que não decorra da prática abusiva, ilegal ou antiestatutária nenhum prejuízo material para a companhia, configura-se sempre a responsabilidade do administrador’. Não há no ordenamento societário brasileiro norma que respalde eventual presunção de que a infração à lei ou ao estatuto cause danos à companhia, e tampouco que autorize a reparação do ‘dano jurídico’ – considerado como a conduta praticada em infração à norma legal que não implica perdas” (*Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 176-177).

<sup>43</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 385 e 400.

<sup>44</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 204-205. No mesmo sentido: GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, p. 75.

Consoante já referido no tópico anterior (Tópico 2.2), as condutas dos administradores das sociedades anônimas podem acarretar danos tanto à própria companhia quanto diretamente aos acionistas ou terceiros. Diante dessa hipótese, além dos sistemas instituídos para a recomposição do patrimônio social (previstos no *caput* e §§ 1º, 2º, 3º, 4º, 5º, e 6º do art. 159 da Lei das S/A)<sup>45-46</sup>, a Lei das S/A estabeleceu meios para recomposição do patrimônio de acionistas ou terceiros que tenham sido diretamente afetados pela atuação lesiva dos administradores<sup>47</sup>.

Por meio do §7º do seu art. 159, o qual versa que a “[a]ção prevista neste artigo [art. 159] não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador”<sup>48</sup>, a Lei das S/A reconhece a chamada ação individual, que consagra “o direito de o acionista exercer a ação de responsabilidade contra o administrador – pela via judicial ou arbitral – visando exclusivamente à reparação de direitos pessoais atingidos pela conduta lesiva”<sup>49-50</sup>.

---

<sup>45</sup> “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. §1º A deliberação poderá ser tomada em assembléia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária. §2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia. §3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral. §4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social. §5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados. §6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia” (BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

<sup>46</sup> A exegese de referido dispositivo pode ser localizada em: (i) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3º Volume: artigos 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 453 e ss.; (ii) EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 221 e ss.; (iii) LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, pp. 392 e ss.; e (iv) EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 512-529.

<sup>47</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 89.

<sup>48</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

<sup>49</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 90.

<sup>50</sup> Modesto Carvalhosa, ao emitir parecer em caso recente de responsabilização da Companhia Brasileira de Petróleo S.A. (“Petrobras”), elucida o que segue acerca da ação individual em casos de companhias abertas em bolsa: “[e]m conformidade com o Direito Comum, os investidores em bolsa que sofreram prejuízos decorrentes de ato da companhia emissora de títulos em mercado de capitais podem propor ação individual, originária, para pleitear direito próprio. Esta ação individual do investidor por lesão ao seu patrimônio não se confunde com eventual ação social que a sociedade ou um acionista, na condição de substituto processual, possa propor para reivindicar direito próprio da companhia, por

Modesto Carvalhosa, em sentido similar ao exposto, comenta que a propositura desta ação individual, que pode ser realizada diante do interesse do próprio acionista, ex-acionista<sup>51</sup> ou terceiro (ou, ainda, mais de um acionista ou todos de uma mesma classe), independe de qualquer deliberação da assembleia geral, tendo em vista que a pretensão é estranha à coletividade societária, visando somente a restauração dos direitos individuais do lesado<sup>52</sup>.

Contudo, apesar da ação individual representar a instituição de um regime para a reconstituição do patrimônio do acionista ou terceiro diretamente lesado, a Lei das S/A falha ao não fornecer elementos para a definição dos danos que podem ser causados pelos administradores das sociedades anônimas, bem como é, em partes, criticada pela disciplina da responsabilidade civil, tendo em vista que, além de outros fatores, em um breve raciocínio lógico, pode-se verificar a ineficácia prática de buscar, através do patrimônio pessoal do administrador, a indenização de danos de grande monta causados ao acionista<sup>53\_54</sup>.

Em atenção a referida ineficácia prática e econômica<sup>55</sup>, veja-se que, no direito comercial norte-americano, “é possível e amplamente aceito que os investidores

---

danos causados apenas ao seu patrimônio social e que não se permutam com os danos causados diretamente aos acionistas de mercado. [...] São danos distintos, sofridos por pessoas diferentes que possuem patrimônios também distintos. A propósito, um dos princípios fundamentais do Direito Societário é aquele que prevê que a sociedade e seus acionistas possuem patrimônios completamente independentes e autônomos, os quais não se confundem nem se comunicam” (Parecer jurídico. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 41-42.

<sup>51</sup> No mesmo sentido: LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, pp. 416-417.

<sup>52</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3º Volume: artigos 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 472. No mesmo sentido: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 391-392.

<sup>53</sup> WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 91-114.

<sup>54</sup> A esse respeito, abordando temática similar, vide PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento dos investidores. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

<sup>55</sup> Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques comentam que “[a] questão da responsabilidade da sociedade anônima pelos atos de seus administradores que causam prejuízos a terceiros ou aos acionistas é de fundamental importância, posto que, muito seguidamente, os dirigentes, pessoas físicas, não podem suportar os ônus financeiros decorrentes de sua responsabilidade civil, tornando-a, assim, inócua” (*Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 502). Em sentido análogo, Arnoldo Wald comenta que “o aspecto emblemático do caso desperta o interesse pela modernização do nosso sistema de responsabilidade

promovam ações individuais ou coletivas contra a companhia para obter ressarcimento direto de prejuízos causados por fraudes ao mercado”<sup>56</sup>.

Destarte, pautando-se na *fraud-on-the-market theory*<sup>57</sup> – desenvolvida nos Estados Unidos e originada pela disposição cunhada pela *Rule 10b-5* do *Securities Exchange Act* de 1934<sup>58</sup>, baixada pela *Securities and Exchange Commission* –, surgiram diversas demandas em face de companhias abertas brasileiras<sup>59</sup>, nas quais se buscava justamente a responsabilização civil direta da companhia, para que fossem ressarcidos, por meio do patrimônio social, os supostos danos causados aos acionistas diante da prática de atos ilegais pelos administradores<sup>60</sup>.

Conforme elucidado por Nelson Eizirik, a justificativa para a responsabilização direta da companhia, nas hipóteses das ações movidas com base na *fraud-on-the-*

---

civil no direito societário. Na ‘sociedade de risco’ na qual vivemos, a eficiência e a modernização do mercado de capitais não podem permitir que prejuízos de investidores causados por atos ilícitos não sejam ressarcidos pelos responsáveis” (Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 105).

<sup>56</sup> EIZIRIK, Nelson. A “*fraud-on-the-market theory*” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro? In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto Da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 87.

<sup>57</sup> Abordando a temática da *fraud-on-the-market theory*, Nelson Eizirik comenta: “[t]anto a *Securities and Exchange Commission* quanto os investidores podem ajuizar a ação com base na *fraud-on-the-market theory* por violação à *Rule 10b-5*, desde que presentes os seguintes requisitos: (i) a materialidade da informação falsa ou omissão cometida pelo réu da ação; (ii) a ação do réu tinha o intuito de fraudar, elemento conhecido no Direito norte-americano como *scienter*; (iii) a existência de relação entre a declaração falsa ou a omissão e a compra ou venda do valor mobiliário; (iv) a confiança do investidor na declaração divulgada; (v) a perda econômica; e (vi) o *loss causation*, isto é, o nexo causal entre a declaração falsa prestada pela companhia e/ou os seus administradores e o prejuízo econômico sofrido pelo acionista” (*A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 208).

<sup>58</sup> “§ 240. *10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any 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”.*

<sup>59</sup> Como exemplo, vide (i) SCHINCARIOL, Juliana; RAMALHO, André. *Petrobras deverá ressarcir Previ e Petros depois de perder arbitragem*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/06/24/petrobras-devera-ressarcir-previ-e-petros-depois-de-perder-arbitragem.ghtml>>. Acesso em 18 de agosto de 2022; e (ii) GUIMARÃES, Fernanda. *Investidores cobram até R\$ 60 bilhões da Petrobrás em processos de arbitragem*. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,investidores-cobram-ate-r-60-bilhoes-da-petrobras-em-processos-de-arbitragem,70003690577>>. Acesso em 22 de agosto de 2022.

<sup>60</sup> A temática em questão é abordada amplamente nos artigos e pareceres disponíveis em CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

*market theory*, seria justamente o entendimento que a própria companhia teria agido com a intenção de enganar ou manipular (*scienter*), diante de atos fraudulentos de agentes ligados a ela (*i.e.*, os administradores ou diretores), consoante entendimento da maioria dos tribunais norte-americanos<sup>61</sup> – aqui, pode-se perceber, novamente, em paralelo com o direito societário brasileiro, a ideia de que o administrador apenas apresenta a companhia no momento da prática dos atos de gestão<sup>62</sup>.

Em que pese existam diversas críticas com relação a aplicação da *fraud-on-the-market theory*<sup>63</sup>, a sua ampla utilização nos Estados Unidos ocorre justamente em razão de que a indenização do investidor é requerida em face da companhia e, conseqüentemente, do vasto patrimônio social, pois, conforme é sabido, “difícilmente os administradores poderiam arcar com as indenizações milionárias nelas previstas”<sup>64</sup>.

No que diz respeito ao direito societário brasileiro, Rubens Requião, em análise às ações de responsabilidade em face de atos ilícitos de administradores, de modo análogo ao exposto acerca das ações embasadas na *fraud-on-the-market theory*, comenta que “[q]uando o ato ilícito praticado causar diretamente prejuízo a acionista ou terceiro, terão estes legitimidade para promover a ação contra a companhia e contra o administrador responsável solidariamente”<sup>65</sup>.

---

<sup>61</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 209.

<sup>62</sup> Vide explicação da Teoria Organicista apresentada no Tópico 2.1 do presente trabalho.

<sup>63</sup> Nesse diapasão, Fabio Ulhoa Coelho, embora reconheça a existência das críticas à teoria, entende que elas em nada reduzem o direito do investidor ser indenizado diretamente pela companhia: “[é] certo que, de uns tempos para cá, malgrado a aceitação na jurisprudência, esta teoria tem sido objeto de algum questionamento no âmbito acadêmico, segundo o qual o pleno ressarcimento das perdas dos investidores e a efetiva coibição de novas fraudes são objetivos mais eficazmente alcançados por meio da responsabilização das pessoas naturais. Note-se, porém que neste questionamento, não se põem em dúvida minimamente o *direito* de os investidores demandarem a companhia, apenas concluem que o estímulo a outras alternativas corresponderia à melhor política pública, no caso. A comprovar que a preocupação está centrada na melhor política pública e não em qualquer negativa da existência do direito societário, os autores do estudo mostram uma enorme preocupação com a necessidade de aumento do orçamento da *Security and Exchange Commission* caso esta agência venha a abandonar a teoria *fraud-on-the-market*” (Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 187-188). Além disso, abordando de maneira mais completa o motivo das críticas acerca da teoria, vide Nota de Rodapé nº 128.

<sup>64</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 214.

<sup>65</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 2.vol. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 152. Versão Eletrônica.

Modesto Carvalhosa, que representa um dos principais defensores da responsabilização civil direta da companhia, pautando-se na estrutura orgânica das sociedades anônimas e na natureza da relação jurídica que se estabelece entre os administradores e a companhia (*i.e.*, não é mera relação obrigacional originária de instrumento de mandato ou de prestação de serviços, mas sim relação extracontratual decorrente da lei)<sup>66</sup>, expõe entendimento que vai ao encontro do supramencionado, ao defender que “a sociedade é personificada e atua através de seu órgão administrativo; é ele que manifesta a vontade dela perante acionistas e terceiros, o que a torna responsável por ilícitos danosos praticados por tal órgão”<sup>67</sup>.

Na mesma toada, cumpre aqui destacar o entendimento de Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, segundo o qual, independentemente das hipóteses de responsabilização pessoal do administrador previstas no art. 158 da Lei das S/A<sup>68</sup>, deverá ser imputado diretamente à companhia o dever de recompor o patrimônio de acionistas ou terceiros que tenham sido lesados pelos atos ilícitos de seus administradores:

[n]o caso em que o administrador pratica ato regular de gestão, a sociedade responde pelos prejuízos decorrentes de sua atuação. Isto porque, conforme antes mencionado, o administrador, ao praticar ato regular de gestão, é considerado órgão da sociedade. O ato, portanto, é da sociedade, que por ele responde com exclusividade, não havendo qualquer responsabilidade pessoal do administrador (artigo 158, *caput* da Lei das S.A.).

Na hipótese em que o administrador contrai obrigações em virtude de ato regular de gestão, porém agindo com culpa ou dolo (artigo 158, I da Lei das S.A.), a companhia, igualmente, responde pelos prejuízos decorrentes de tais atos, uma vez que, nestas circunstâncias, o administrador também atua como órgão da sociedade. Assim, a companhia, nesta hipótese, responde pelos danos causados, podendo o prejudicado propor a ação solidariamente contra a sociedade e o administrador, isto é, a companhia concorre necessariamente como coobrigada. Se a ação for proposta apenas contra a companhia, terá ela, posteriormente, ação regressiva em face do dirigente culpado.

Tratando-se de ato do administrador com violação da lei ou do estatuto, previsto no inciso II do artigo 158 da Lei Societária, há alguma discussão sobre a responsabilidade da companhia.

---

<sup>66</sup> Conforme mais amplamente abordado como pressuposto fático no Tópico 2.1 do presente trabalho.

<sup>67</sup> CARVALHOSA, Modesto. Parecer jurídico. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 29.

<sup>68</sup> Conforme mais amplamente analisado no Tópico 2.2 do presente trabalho.

Existem alguns doutrinadores que sustentam que na hipótese de violação da lei ou do estatuto, a sociedade, a princípio, não poderia ser responsabilizada pelos danos decorrentes de atos ilegais praticados pelos administradores, pois estes, ao perpetrarem as condutas ilícitas, não agem como órgãos da companhia.

No entanto, como o direito tende a proteger o terceiro de boa-fé, notadamente diante de situações aparentes, este entendimento não pode ser aplicado com absoluto rigor.

Contudo, verificou-se, na prática, que, em determinadas situações, a atribuição de responsabilidade exclusivamente ao administrador que excedeu seus poderes poderia inviabilizar a obtenção de indenização, caso seu patrimônio pessoal fosse insuficiente para ressarcir os prejuízos sofridos. Estaria, dessa forma, comprometido o ideal de justiça, segundo o qual os danos causados a outrem devem ser reparados.

A partir desta constatação, a jurisprudência, apoiada na doutrina e com fundamento na Teoria da Aparência, foi aos poucos admitindo a possibilidade de a companhia vir a ser responsabilizada por atos *ultra vires* praticados por seus administradores. Assim decidindo, os Tribunais asseguram proteção a terceiros de boa-fé; a companhia responde, portanto, pelos danos causados, tendo, contudo, ação regressiva contra o administrador que atuou com excesso de poderes.<sup>69</sup>

Desta forma, em síntese, além da cristalina hipótese de responsabilização direta da companhia, prevista no *caput* do art. 158 da Lei das S/A, a doutrina especializada também se manifesta no sentido de que seja imputada responsabilidade à sociedade nas hipóteses previstas nos incisos I e II do art. 158 da Lei das S/A<sup>70</sup>.

No primeiro inciso, embora o administrador atue com culpa ou dolo, ainda assim, enquanto integrante do órgão diretivo da sociedade anônima, ele estará apenas corporificando/presentando a companhia na prática do ato e, conseqüentemente, manifestando a vontade social (e não sua vontade pessoal), de forma que a companhia, juntamente com o administrador (*i.e.*, caso de responsabilidade

---

<sup>69</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 502-505.

<sup>70</sup> Ricardo Villela Mafra Alves da Silva comenta que “é indiscutível que o ordenamento jurídico brasileiro permite que a companhia aberta seja responsabilizada civilmente pelas informações que divulga ao mercado, mas esta responsabilidade não pode ser aplicada sem parâmetros rígidos de aferição de culpa e causalidade, sob pena de gerar dissuasão excessiva e alocação inadequada de custos e riscos” (*A responsabilização na medida certa*. Disponível em: <[https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#\\_ftnref8](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#_ftnref8)>. Acesso em 22 de agosto de 2022).

solidária)<sup>71</sup>, deverá ser responsabilizada pela prática de ato ilícito (ressalvado o direito de regresso da sociedade contra o administrador faltoso)<sup>72</sup>.

Já no segundo inciso, em que pese seja prevista hipótese de atuação do administrador contrária à lei ou ao estatuto (*i.e.*, os conhecidos casos de atos *ultra vires* ou em excesso de poder – que, em princípio, não poderiam acarretar a responsabilização direta da sociedade, tendo em vista que o administrador não estaria agindo como órgão social), em função da aplicação do princípio da boa-fé e da Teoria da Aparência<sup>73</sup> (já amplamente reconhecida e aplicada pelos egrégios tribunais

---

<sup>71</sup> José Alexandre Tavares Guerreiro, analisando o inciso I do art. 158 da LSA, comenta o seguinte: “no caso do inciso I, ou seja, na prática de atos com culpa ou dolo pelo administrador, concorre necessariamente a sociedade como obrigada, ressalvado, naturalmente, o seu direito de regresso contra o dirigente culpado. [...] Mesmo que o administrador aja dentro de suas atribuições e de conformidade com os poderes que a lei e o estatuto lhe conferem, pode ele desvirtuar as finalidades da gestão, procurando benefício próprio ou alheio, mas em detrimento da sociedade, de seus acionistas e de terceiros. Evidentemente, não pode a sociedade deixar de responder perante terceiros que com ela se relacionaram” (Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, p. 77). Outrossim, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, ao defender a possibilidade da responsabilidade direta da companhia, também esclarece a responsabilidade solidária do administrador de reparar os prejuízos causados: “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”. O doutrinador ainda complementa: “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. 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” (A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 53 e 60).

<sup>72</sup> Ricardo Villela Mafra Alves da Silva, também com base nos dois incisos do art. 158 da Lei das S/A, esclarece que “[o]s diretores somente poderão ser responsabilizados pessoalmente em ação de regresso ajuizada pela própria companhia com base no artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, caso tenham agido com culpa ou dolo, dentro de suas atribuições e funções, ou com violação da lei ou do estatuto” (*A responsabilização na medida certa*. Disponível em: <[https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#\\_ftnref8](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#_ftnref8)>. Acesso em 22 de agosto de 2022). No mesmo sentido WALD, Arnaldo. Parecer. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 129-130.

<sup>73</sup> “Nessas condições, nem sempre se poderá sustentar que pelas obrigações contraídas por administradores em nome da sociedade, com violação do estatuto, não responde esta, mas somente aqueles arcam com a responsabilidade. A atribuição exclusiva da responsabilidade patrimonial pelo ato *ultra vires*, ao administrador que excedeu seus poderes, com a respectiva isenção da sociedade, poderá, ainda, corresponder a um comprometimento do ideal de justiça, que está na base de toda regra jurídica, na medida em que os danos causados pelo administrador não possam ser por ele ressarcidos,

pátrios)<sup>74</sup>, nada obstante, a companhia poderá ser vinculada pelos atos ilícitos e danosos dos seus administradores, devendo indenizar com o patrimônio social o investidor lesado<sup>75</sup>; sobretudo, se os atos propiciarem vantagens para a sociedade ou se forem posteriormente ratificados por ela<sup>76-77</sup>.

---

em virtude da enorme desproporcionalidade entre o vulto de tais danos e a magnitude do patrimônio individual do mesmo administrador. Se essa consideração é relevante quanto a dano causado à própria sociedade, *a fortiori* se há de valorizá-la no tocante aos prejuízos suscetíveis de serem causados aos acionistas e a terceiros, cujo ressarcimento, em determinadas hipóteses é impossível e irrealizável, sem o concurso patrimonial da sociedade, o que não constituirá nenhuma heresia jurídica no caso, *verbi gratia*, de se ter ela beneficiado dos resultados do ato irregular de gestão. Em tal hipótese, manifesto seria o enriquecimento sem causa da sociedade, se ela não concorresse na providência reparatória” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, pp. 75-76).

<sup>74</sup> Ainda assim, destaca-se que a aplicação da teoria da aparência não é livre de críticas na doutrina societária. Marcelo Vieira von Adamek e André Nunes Conti, julgando desnecessária a aplicação de referida teoria e preocupados com vinculação de condutas com base na mera aparência de representação, defendem que, em verdade, o que se deve aplicar é o mandato tolerado; ou seja, a sociedade ainda será vinculada ao ato de administrador que agiu além do objeto social ou com excesso de poderes simplesmente pelo fato de ter tacitamente (seja pela simples inércia ou por comportamento ativo) tolerado a conduta, sendo verdadeira hipótese de outorga tácita de poderes (Teoria da Aparência: Críticas à sua Irrefletida Aplicação em Matéria de Representação Voluntária. *In*: BARBOSA, Henrique; FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa (coords.). *A evolução do Direito Empresarial e Obrigacional: Os 18 anos do Código Civil – Societário & Direito de Empresa – Vol. 1*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 655-682). Contudo, em que pese seja suscitada classificação teórica diferente, na prática, para fins do presente estudo, o resultado é idêntico, tendo em vista que a sociedade será igualmente vinculada aos atos dos administradores contrários à lei ou ao estatuto.

<sup>75</sup> Abordando especificamente a teoria da aparência nas relações empresariais, Laura Amaral Patella e Mariana Martins-Costa Ferreira elucidam que “aparente é aquilo que parece real ou verdadeiro, mas não é. Se de boa-fé alguém crer no que se apresenta, ainda que seja essa uma representação falsa de determinada situação jurídica subjacente, pode o direito valorar essa atitude fundada na chamada aparência de direito, conferindo-lhe consequências jurídicas que não produziria caso prevalecesse rigorosamente a realidade velada. São os chamados casos de exteriorização material, nos quais a situação de fato se revela objetivamente capaz de suscitar engano a terceiro” (O Regime de Excesso de Poderes dos Administradores de Sociedades Personificadas no Código Civil. *In*: BARBOSA, Henrique; FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa (coords.). *A evolução do Direito Empresarial e Obrigacional: Os 18 anos do Código Civil – Societário & Direito de Empresa – Vol. 1*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 634).

<sup>76</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 63.

<sup>77</sup> Arnoldo Wald comenta a possibilidade de aplicação da Teoria da Aparência nos casos de avais ou outras garantias dadas por diretores sem poderes para tanto – que, embora não seja exatamente a hipótese em comento nesse trabalho, apresenta interessantes esclarecimentos acerca da temática —: “[a]ssim, no particular, discutiu-se, por algum tempo, a validade de avais ou de outras garantias dadas por diretores, sem que tivesse autorização pelos estatutos ou aos quais eram vedados dá-los. A jurisprudência se firmou, com decisões do STF, no sentido de se distinguir a responsabilidade interna, na qual a empresa podia cobrar do culpado o prejuízo causado, e a externa, em virtude da qual a empresa devia ser responsabilizada em benefício do terceiro lesado, acionista ou não, sem prejuízo da eventual ação regressiva que teria contra seu funcionário. Poder-se-ia dizer que, no caso, a empresa era simultaneamente vítima (do ato ilícito do administrador ou do preposto) e responsável (pela

Ou seja, em outras palavras, conforme bem resume José Alexandre Tavares Guerreiro,

no estágio atual do direito brasileiro, nítida tendência no sentido de configurar a responsabilidade da sociedade anônima pelas obrigações contraídas por administradores agindo com violação da lei ou do estatuto, quando o terceiro contraente se verifique estar de boa fé.<sup>78-79</sup>

Em resumo, a doutrina especializada entende que, quando o administrador estiver praticando atos de regular gestão, parte-se do princípio de que a companhia é exclusivamente responsável pela prática do ato ilícito, nos termos do *caput* do art. 158 da Lei das S/A (*i.e.*, caso de irresponsabilidade do administrador). Contudo, a depender da análise da atuação do administrador no caso concreto – quando se verificar que ele agiu com culpa ou dolo, ou em violação da lei ou do estatuto, nos termos dos incisos I e II do art. 158 da Lei das S/A –, a responsabilidade do administrador será solidária; sem excluir, todavia, a reponsabilidade direta da sociedade<sup>80</sup>.

Neste íterim é possível verificar plenamente que a Lei das S/A adota uma visão dualista das obrigações, propondo uma ruptura entre a dívida e a responsabilidade, conforme preceituado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães<sup>81</sup>. Isto

---

indenização em favor do lesado). Houve, na matéria, a plena equiparação, para fins de responsabilidade, do administrador, diretor da empresa e órgão da sociedade, ao preposto ou empregado da empresa” (Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 113-114).

<sup>78</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, pp. 76-77.

<sup>79</sup> A manifestação de Fran Martins acerca da temática apresenta similar conclusão: “a sociedade poderia também ser acionada, solidariamente, para reparar eventuais danos se o administrador detiver, aparentemente, poderes para praticar o ato em face de terceiro de boa-fé” (MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: artigo por artigo*. 4. ed. Rio de Janeiro, Forense, 2010, p. 596).

<sup>80</sup> WALD, Arnaldo. Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 124.

<sup>81</sup> “Na disciplina dos deveres e das responsabilidades dos administradores, a lei do anonimato adota, portanto, uma visão dualista das obrigações, desmembrando o débito (*Shuld*), 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). Assim, embora esses dois elementos normalmente coexistam, tanto nas obrigações *ex contractu*, quanto nas obrigações *ex*

é, embora a dívida seja decorrente de ato ilícito praticado pela pessoa física do administrador – que apresenta a companhia –, a responsabilidade de reparar o prejuízo ao patrimônio do investidor (acionista, ex-acionista<sup>82</sup> ou terceiro) é da sociedade anônima.

Novamente, faz-se *mister* evidenciar que a redação do §7º do art. 159 da Lei das S/A é expressa ao excluir a possibilidade de o acionista obter a reparação por prejuízos indiretos ao seu patrimônio – *a contrario sensu*, “a lei exige prejuízo diretamente causado pelo administrador ao acionista ou terceiro”<sup>83</sup>. Considerando-se que os prejuízos indiretos dos acionistas seriam apenas aqueles decorrentes da diminuição do patrimônio social da companhia, entende-se que a única legitimada para requerer a indenização seria a própria companhia (ressalvados os casos de substituição processual dispostos no artigo citado), titular do patrimônio lesado<sup>84</sup>, através da ação social prevista no art. 159 da Lei das S/A<sup>85</sup>.

Em síntese, existem duas situações no regime de responsabilidade da Lei das S/A. Os danos indiretos ao investidor (mas diretos ao patrimônio da companhia) só poderiam ser reparados através da interposição de ação social pela companhia (ou pelo investidor em hipótese de substituição processual – porquanto, diante de danos

---

*lege*, frequentemente eles podem se dissociar e se alojarem em situações subjetivas diferentes. [...] 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” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 61-62).

<sup>82</sup> Sobre a possibilidade de o ex-acionista buscar indenização perante a companhia, em equiparação ao efetivo e atual acionista, vide WALD, Arnoldo. Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 162-164.

<sup>83</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, pp. 413-416.

<sup>84</sup> Tal conclusão lógica decorre do disposto no art. 18 do Código de Processo Civil (“CPC”), segundo o qual “[n]inguém poderá pleitear direito alheio em nome próprio” (BRASIL. Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015).

<sup>85</sup> Nessa toada, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira comentam que “[s]omente negando a existência da personalidade distinta da companhia seria possível atribuir a cada acionista ação para haver, do administrador ou de terceiro, a sua quota-parte ideal no prejuízo causado ao patrimônio da companhia: a reparação do patrimônio social seria substituída pela reparação dos patrimônios dos acionistas que promovessem ações de indenização” (*A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*). Vol. II. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp 408-409).

indiretos, a indenização dever ser igualmente indireta), enquanto os danos diretos ao patrimônio do acionista ou terceiro poderiam ser ressarcidos por ação individual intentada pelo próprio investidor lesado<sup>86</sup>.

Ou seja, o limite para a reparação encontra-se justamente na necessidade de que a conduta ilícita cause danos diretos ao patrimônio do investidor. Em outras palavras, fica assentado que, ainda que a companhia possa ser diretamente responsabilizada frente ao acionista lesado, “somente aquele que sofre o dano direto poderá pleitear reparação, não os que o sofrem de forma indireta ou reflexa — mero desdobramento do dano direto. A esses, a lei não confere legitimidade ativa para a reivindicação”<sup>87</sup>.

Nessa toada, embora os exemplos mais evidenciados de danos diretos aos investidores sejam aqueles causados em razão de falhas na prestação de informações relevantes pelas sociedades anônimas (sendo esse, inclusive, o substrato para as mais recentes ações de indenização movidas em face de companhias brasileiras listadas na B3)<sup>88</sup>, é cristalino que existem outros ilícitos que também são capazes de causar danos diretos ao patrimônio do investidor.

De forma não exaustiva, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira enumeram alguns dos atos de administradores que podem acarretar danos diretos aos acionistas:

(a) o de impedir o acionista de exercer direito de preferência ou de participar da Assembléia Geral; (b) a divulgação de informações falsas em demonstrações financeiras, ou relatórios, que levem o acionista a subscrever ações em aumento de capital por valor superior ao que pagaria se não fosse induzido a erro por essas informações; (c) a inobservância do disposto no § 3º do artigo 124 da lei sobre convocação de assembleias gerais em companhias fechadas; (d) a inobservância do prazo legal de convocação da Assembléia Geral Ordinária etc.<sup>89</sup>

<sup>86</sup> WALD, Arnaldo. Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 128.

<sup>87</sup> CARVALHOSA, Modesto; CANTIDIANO, Maria Lucia. *A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia?* Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/antitese/a-legislacao-brasileira-permite-que-um-acionista-seja-individualmente-indenizado-pela-companhia/>>. Acesso em 01 de setembro de 2022.

<sup>88</sup> A título de exemplo, vide Nota de Rodapé nº 2.

<sup>89</sup> *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Vol. II. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 406.

Os autores comentam, ainda, sobre certos atos que podem gerar prejuízos diretamente à terceiros:

[a] divulgação de demonstrações financeiras ou relatórios falsos e o uso de informação privilegiada são exemplos de atos ilícitos de que decorrem danos a patrimônios de terceiros. As demonstrações falsas podem induzir terceiro a conceder à companhia crédito maior do que lhe daria se conhecesse a situação financeira ou os fatos verdadeiros, e que posteriormente se verifica ser incobrável. O uso de informação ainda não divulgada no mercado com o fim de obter vantagens ilícitas em operações de compra ou venda de valores mobiliários pode ser causa de prejuízo dos investidores no mercado que compram ou vendem esses valores.<sup>90</sup>

Superada a análise da legislação especial, é importante mencionar que o Código Civil (Lei nº 10.406/2002 – “CC”), ainda que indiretamente, também pode possibilitar a ação de indenização diretamente perante a companhia, através do regime geral da responsabilidade civil. Ainda que se entenda que a responsabilidade da própria companhia não esteja especificamente regulada na legislação societária, fato é que também não há óbice à sua responsabilização direta.

De forma similar, pode-se concluir que o ato ilícito do administrador é plenamente imputável à própria companhia (e não unicamente ao administrador) também através da interpretação do Código Civil. Nos termos do art. 47 do Código Civil<sup>91</sup> (aplicável às sociedades anônimas através do art. 1.089 do mesmo Código)<sup>92\_93</sup>,

<sup>90</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Vol. II. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 406.

<sup>91</sup> “Art. 47. Obrigam a pessoa jurídica os atos dos administradores, exercidos nos limites de seus poderes definidos no ato constitutivo” (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002).

<sup>92</sup> “Art. 1.089. A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código” (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002).

<sup>93</sup> Sobre a aplicação do Código Civil às sociedades anônimas, Arnaldo Wald esclarece que “[e]mbora a Lei das S.A. tenha enfatizado os casos de responsabilidade dos acionistas majoritários, dos controladores, e dos administradores, a da empresa continua a ser regida pela legislação comum, comercial e civil, na qual os órgãos da sociedade não só a representam, mas a ‘presentam’ na terminologia de Pontes de Miranda. É verdade que alguns doutrinadores consideram inaplicável o direito civil à responsabilidade societária. Mas é preciso distinguir o regime da organização interna da companhia, que trata da sua estrutura e das relações entre a companhia e seus administradores e sócios internamente, que está à Lei nº 6.404, das suas relações externas, nas quais se verifica a conduta da companhia na informação de terceiros e dos investidores, que é matéria do Código Civil e do direito econômico. Acresce que o atual Código Civil abrange tanto as relações de direito civil como as de direito comercial e a sua regulamentação incide, pois, no caso da responsabilidade da pessoa jurídica” (Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 116-117). Nesse exato sentido, é o entendimento de Modesto Carvalhosa, qual seja: “[a] Lei Societária se baseia numa relação interna puramente societária entre controlador, administrador e minoritários, sem levar em conta as peculiaridades do acionista de mercado, externo a essa relação. Desse modo, aplicam-se à

ao atuarem como órgãos da companhia, os atos dos administradores obrigam a pessoa jurídica<sup>94</sup> – motivo pelo qual ela deverá ser responsabilizada por quaisquer prejuízos causados.

Veja-se que, nos termos do inciso I do art. 158 da Lei das S/A, em que pese o administrador faltoso pratique ato ilícito com culpa ou dolo, ele ainda estará atuando “dentro de suas atribuições ou poderes”; de forma que, conforme visto, durante a prática do ato, o administrador está meramente apresentando a vontade social da companhia do mesmo modo. Assim sendo, considerando que, de maneira ficta, o ato ilícito foi praticado pela sociedade anônima em si, corporificada na pessoa física do administrador integrante do órgão social, caberá à própria sociedade reparar o dano causado<sup>95</sup>, alicerçando-se no princípio geral disposto no art. 927 do Código Civil<sup>96-97</sup> de que todo “[a]quele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo” – esse, inclusive, foi o mesmo embasamento utilizado pelo

---

responsabilidade da companhia por danos causados aos investidores de mercado as regras de Direito Civil, notadamente o princípio da reparação integral de todos os danos” (CARVALHOSA, Modesto; CANTIDIANO, Maria Lucia. *A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia?* Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/antitese/a-legislacao-brasileira-permite-que-um-acionista-seja-individualmente-indenizado-pela-companhia/>>. Acesso em 01 de setembro de 2022).

<sup>94</sup> ALVES DA SILVA, Ricardo Villela Mafrá. *A responsabilização na medida certa*. Disponível em: <[https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#\\_ftnref8](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#_ftnref8)>. Acesso em 22 de agosto de 2022.

<sup>95</sup> Com relação à temática, José Gabriel Pinto Coelho comenta: “[e] o mesmo que dizemos do Estado se poderá dizer das pessoas moraes em geral, como formando um complexo de órgãos e funções atinentes a um mesmo fim, reconhecidas pela lei como sujeitos de direitos; e quando os administradores, órgãos dessas pessoas jurídicas commettem qualquer facto illicito, constituem-na em responsabilidade, assim como as partes do corpo humano, órgãos da pessoa, affectam, com as suas perturbações, todo o organismo. Estabelece-se, pois, uma íntima e necessaria compenetração e identificação entre as pessoas moraes e as pessoas phisicas que as representam, manifestando-se e exteriorizando-se a vontade do ente colectivo na vontade e na obra dos seus membros; e assim a vontade destas se torna a vontade da pessoa jurídica, bem como os seus factos se ternam factos propios desta mesma pessoa jurídica. E do mesmo modo que por intermedio de seus representante póde entrar em relações jurídicas com terceiros, emprehendendo, como sujeito de direitos, negocios jurídicos, igualmente deverá considerar-se a pessoa colectiva capaz de factos illicitos. Poderemos sem duvida afirmar que as pessoas moraes, se bem que desprovidas de existencia propria e concreta, representando uma criação da lei, poderão responder pelos factos illicitos, como pelos licitos, reputando-se sua a culpa dos seus agentes, que immediatamente a representam” (*A resposanbilidade civil baseada no conceito da culpa*. Coimbra: Imprensa da Universidade, 1906, p. 147-148).

<sup>96</sup> Em análise a possibilidade de responsabilização direta da companhia aberta por violação do dever de informar o mercado de valores mobiliários, Ricardo Villela Mafrá Alves da Silva também defende que “deve-se aplicar ao caso as regras do regime geral de responsabilidade civil, conforme artigo 927, *caput*, da Lei nº 10.406/2002” (*A responsabilização na medida certa*. Disponível em: <[https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#\\_ftnref8](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#_ftnref8)>. Acesso em 22 de agosto de 2022).

<sup>97</sup> WALD, Arnaldo. Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 160-162.

tribunal da Câmara de Arbitragem do Mercado (“CAM B3”) para condenar a Petrobras a ressarcir seus acionistas em decisão inédita no mercado de capitais brasileiro<sup>98</sup>.

Além disso, *ad argumentandum tantum*, caso se entenda inaplicável a teoria orgânica da companhia e a ideia da corporificação da sociedade anônima através dos órgãos sociais que a compõe, apenas de maneira complementar, corroborando com a ideia de que a companhia deverá ser responsabilizada pelos atos de seus administradores, independentemente do disposto no criticado art. 158 da Lei das S/A, vale mencionar também a possibilidade de aplicação, por analogia, dos arts. 932, *caput* e III; 933; e 942 do Código Civil<sup>99</sup>, segundo os quais o empregador ou comitente (a sociedade anônima, *in casu*) será solidariamente responsável pela reparação civil dos atos praticados por seus “empregados, serviçais e prepostos [*i.e.*, os administradores], no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele”, independentemente de culpa da sua parte<sup>100</sup>.

Ou seja, mais uma vez pode ser verificada a situação na qual o ordenamento jurídico brasileiro consagra a desvinculação do binômio dívida e responsabilidade – imputando ao empregador/companhia a responsabilidade de arcar com a dívida gerada pelos atos ilícitos do preposto/administrador<sup>101</sup> no exercício dos atos de regular gestão.

Isso posto, conforme supramencionado, (i) considerando-se a aplicação da Teoria Orgânica e da Teoria da Aparência, bem como uma interpretação moderna da

<sup>98</sup> SCHINCARIOL, Juliana; RAMALHO, André. *Petrobras deverá ressarcir Previ e Petros depois de perder arbitragem*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/06/24/petrobras-devera-ressarcir-previ-e-petros-depois-de-perder-arbitragem.ghtml>>. Acesso em 18 de agosto de 2022.

<sup>99</sup> “Art. 932. São também responsáveis pela reparação civil: [...] III - o empregador ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele; [...]

Art. 933. As pessoas indicadas nos incisos I a V do artigo antecedente, ainda que não haja culpa de sua parte, responderão pelos atos praticados pelos terceiros ali referidos. [...]

Art. 942. Os bens do responsável pela ofensa ou violação do direito de outrem ficam sujeitos à reparação do dano causado; e, se a ofensa tiver mais de um autor, todos responderão solidariamente pela reparação. Parágrafo único. São solidariamente responsáveis com os autores os co-autores e as pessoas designadas no art. 932” (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002).

<sup>100</sup> WALD, Arnoldo. Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 147-148.

<sup>101</sup> A possibilidade de equiparação da figura do administrador (como membro integrante do órgão social) com o preposto ou empregado da sociedade foi mais amplamente abordada no excerto da doutrina de Arnoldo Wald, colacionada na Nota de Rodapé nº 77.

criticada e já passada Lei das S/A<sup>102</sup> – à luz do Código Civil e de princípios gerais da Responsabilidade Civil –; e, além disso, (ii) visando a atingir a reparação integral dos prejuízos financeiros diretamente experimentados pelo investidor de boa-fé (acionista, ex-acionista ou terceiro), decorrentes dos ilícitos perpetrados por administradores, pode-se concluir que o dever de indenizar tais danos deverá ser, efetivamente, imputado diretamente à sociedade anônima<sup>103</sup>.

---

<sup>102</sup> Essa questão será mais profundamente abordada no Tópico 3.1 do presente trabalho.

<sup>103</sup> A conclusão ora atingida também é compartilhada por Arnaldo Wald: “[h]á assim a responsabilidade da companhia em relação aos prejuízos diretamente causados a sócios ou não sócios por atos ilícitos ou irregulares de diretores ou administradores. É o que esclarece o parágrafo 7º do art. 159 da Lei nº 6.404, quando afirma que a faculdade do acionista de promover a responsabilidade dos administradores não exclui a ação que podem mover contra os administradores e a companhia os acionistas e terceiros que tenham sido ‘diretamente prejudicados’” (Parecer. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 115).

### 3. CRÍTICAS AOS ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À RESPONSABILIZAÇÃO DIRETA DA COMPANHIA

Inobstante a fundamentação supramencionada, plenamente capaz de concluir pela responsabilização direta da companhia pelos danos causados pelos seus administradores, alguns doutrinadores ainda apresentam argumentos contrários a essa hipótese de responsabilização, buscando resguardar o patrimônio social da companhia. Desta forma, foram elencados doravante os principais argumentos contrários à responsabilização direta da companhia, bem como é apresentada uma análise individualizada de cada um deles.

#### 3.1. INEXISTÊNCIA DE PREVISÃO ESPECÍFICA SOBRE ESSA HIPÓTESE DE RESPONSABILIZAÇÃO NA LEI DAS S/A

O primeiro (e, talvez, o principal) argumento contrário à hipótese de responsabilização direta da companhia a ser enfrentado é a tese de que, supostamente, a Lei das S/A, ao instituir o sistema de responsabilidade societário, não dispõe específica e expressamente sobre a hipótese de responsabilidade da sociedade anônima elucidada no Tópico anterior – direcionando a responsabilidade indenizatória ao administrador e, conseqüentemente, ao patrimônio seu pessoal (que, em geral, é escasso e insuficiente se comparado ao patrimônio social e ao montante das indenizações)<sup>104</sup>, nos exatos termos do art. 158 da Lei das S/A<sup>105</sup>.

Em comparação entre os regimes de responsabilidade societária brasileiro e norte-americano, especificamente acerca da responsabilidade da companhia diante das falhas informacionais ao mercado de valores mobiliários<sup>106</sup>, Nelson Eizirik explica o motivo da aparente lacuna na Lei das S/A:

---

<sup>104</sup> Vide Nota de Rodapé nº 55.

<sup>105</sup> Conforme amplamente abordado no Tópico 2.2 do presente trabalho.

<sup>106</sup> Em que pese a responsabilidade pelas falhas informacionais ao Mercado de Capitais se trate de tema mais específico do que o abordado no presente trabalho, a pertinência da sua análise é mantida, tendo em vista que a violação do dever de informar é uma das principais hipóteses de atos ilícitos dos administradores que podem acarretar prejuízos financeiros diretos para os investidores, e que seriam, portanto, indenizáveis através da utilização do patrimônio social, conforme elucidado no Tópicos 2.3.

[e]ntre nós, a situação parece bastante diferente, dadas algumas feições fundamentais da disciplina legal das companhias.

No modelo adotado pela Lei das S.A., criou-se um sistema baseado na 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.

A Lei das S.A. não previu ação de responsabilidade contra a companhia por divulgar informações alegadamente falsas ou enganosas ou mesmo por deixar de divulgar informações sobre fatos relevantes. Tais atribuições são dos administradores, nos termos do artigo 157, daí decorrendo a sua responsabilidade pelos danos causados por seu comportamento ilegal. Caso o acionista controlador tenha induzido o administrador a praticar ilícito ou a descumprir seus deveres (dentre os quais o de informar), poderá também ser responsabilizado por ter praticado abuso de poder (artigo 117, § 10, alínea "e"). [...]

O ordenamento jurídico brasileiro 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 patrimônio. [...]

Há uma diferença importante nos valores que são priorizados: nos Estados Unidos, particularmente por meio das *class actions*, 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.<sup>107</sup>

Contudo, em que pese essa aparente lacuna na Lei das S/A não seja livre de críticas na doutrina<sup>108</sup>, verifica-se que tal argumento não possui o devido embasamento, seja teórico ou prático.

É completamente descabido considerar que o acionista/terceiro, após experimentar uma diminuição patrimonial causada por ato ilícito de administrador (presentando a companhia), ficará desamparado apenas em razão da inexistência de previsão expressa na legislação societária acerca da responsabilização direta da companhia por ato ilícito oriundo de um de seus órgãos sociais<sup>109</sup>.

<sup>107</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 215-216.

<sup>108</sup> Como exemplo, vale mencionar WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 91-114.

<sup>109</sup> Ricardo Villela Mafra Alves da Silva, em sentido análogo, observa o seguinte: “[d]o ponto de vista dogmático, é perfeitamente possível que a companhia aberta seja responsabilizada diretamente pela divulgação de informações incorretas ao mercado. Embora a Lei nº 6.404/1976 seja silente a respeito da responsabilidade da companhia perante terceiros, o silêncio se deve ao fato de que a lei societária

Conforme já amplamente abordado no Tópico 2.3 do presente trabalho, uma simples interpretação sistemática do art. 158 da Lei das S/A, à luz (i) do Código Civil, (ii) da Teoria Orgânica, (iii) da Teoria da Aparência, e (iv) de princípios gerais da responsabilidade civil existentes no ordenamento jurídico brasileiro, permite colmatar completamente a lacuna existente na legislação societária<sup>110</sup> e, conseqüentemente, responsabilizar diretamente a companhia pelos danos causados aos investidores.

Nesse mesmo diapasão, a aplicação do Código Civil para superar a lacuna da Lei das S/A também é defendida por Fábio Ulhoa Coelho, que esclarece que “sempre que uma lei especial não contiver específica previsão de responsabilização civil, deve-se colmatar a lacuna mediante a aplicação da regra geral da responsabilização, constante os arts. 927 e seguintes do Código Civil”<sup>111-112</sup>.

---

busca estabelecer regras de funcionamento interno da sociedade anônima. Não se pode considerar que este silêncio signifique ausência de responsabilidade da pessoa jurídica. Se fosse este o caso, não haveria responsabilidade civil da companhia por danos ambientais, infrações anticoncorrenciais, atos de corrupção, dentre outras hipóteses de responsabilização” (*A responsabilização na medida certa*. Disponível em: <[https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#\\_ftnref8](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#_ftnref8)>. Acesso em 22 de agosto de 2022).

<sup>110</sup> Arnoldo Wald, comentando acerca da possibilidade de suprir a inexistência de previsão específica na Lei das S/A sobre a hipótese de responsabilidade em análise, menciona o que segue: “[...] a interpretação do direito positivo deve basear-se na lei, mas ser completada pelas outras fontes do direito – como a doutrina e a jurisprudência e até a legislação comparada –, a fim de que eventuais lacunas e/ou obsolescências normativas sejam superadas e a legislação e a regulamentação ofereçam soluções adequadas e consentâneas ao contexto no qual são inseridas. Como lembrava Benjamin Cardozo, a lei é a base do direito, mas nem sempre poder ser aplicada ‘servilmente’, o que justifica o papel criativo da jurisprudência e da doutrina. E acrescentou o eminente magistrado norte-americano que o sistema jurídico não é uma coleção de textos estáticos, mas é um corpo vivo de princípios capaz de crescer e mudar” (Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 107).

<sup>111</sup> Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 184.

<sup>112</sup> Nelson Eizirik, em sentido diametralmente oposto, comenta o seguinte: “[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.” (*A “fraud-on-the-market theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?* In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto Da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 93). Contudo, embora o ilustre doutrinador defenda que a Lei das S/A deverá prevalecer sobre o Código Civil em função de ser especial, veja-se que esse critério da especialidade é utilizado para solução de antinomias, conforme lição de Norberto Bobbio. Assim, considerando-se que, em verdade, se está diante de lacuna na legislação societária (e não antinomia), a solução capaz de colmatar tal lacuna requer o a integração de outras fontes do ordenamento jurídico (o Código Civil, *in casu*). O doutrinador italiano assim elucida: “[s]e, estaticamente considerado, um ordenamento jurídico não é completo a não ser pela norma geral

Nessa perspectiva, vale colacionar o entendimento de Arnaldo Wald acerca da suposta lacuna existente na matéria da responsabilidade societária:

[e]mbora a Lei das S.A. tenha enfatizado os casos de responsabilidade dos acionistas majoritários, dos controladores, e dos administradores, a da empresa continua a ser regida pela legislação comum, comercial e civil, na qual os órgãos da sociedade não só a representam, mas a ‘presentam’ na terminologia de Pontes de Miranda. É verdade que alguns doutrinadores consideram inaplicável o direito civil à responsabilidade societária. Mas é preciso distinguir o regime da organização interna da companhia, que trata da sua estrutura e das relações entre a companhia e seus administradores e sócios internamente, que está à Lei nº 6.404, das suas relações externas, nas quais se verifica a conduta da companhia na informação de terceiros e dos investidores, que é matéria do Código Civil e do direito econômico. Acresce que o atual Código Civil abrange tanto as relações de direito civil como as de direito comercial e a sua regulamentação incide, pois, no caso da responsabilidade da pessoa jurídica.<sup>113</sup>

Desta forma, considerando-se que a responsabilidade civil é instituto basilar do direito brasileiro, ela deverá ser aplicada indiscriminadamente, enquanto regra geral, salvo se houver expressa disposição em sentido contrário (*i.e.*, disposição legal, expressa e específica que afaste, indubitavelmente, a responsabilidade das sociedades anônimas)<sup>114</sup>. Assim sendo, veja-se que as companhias também são submetidas às regras gerais de responsabilidade do Código Civil, uma vez que não

---

exclusiva, dinamicamente considerado, porém, é *completável*. Para se completar um ordenamento jurídico pode-se recorrer a dois métodos diferentes que podemos chamar, segundo a terminologia de Carnelutti, de *heterointegração* e de *auto-integração*. O primeiro método consiste na integração operada através do: a) recurso a ordenamentos diversos; b) recurso a fontes diversas daquela que é dominante (identificada, nos ordenamentos que temos sob os olhos, com a Lei). O segundo método consiste na integração cumprida através do mesmo ordenamento, no âmbito da mesma fonte dominante, sem recorrência a outros ordenamentos e com o mínimo recurso a fontes diversas da dominante” (BOBBIO, Norberto. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 6. ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1995, pp. 146-147).

<sup>113</sup> Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 116-117.

<sup>114</sup> Este também é o entendimento de Modesto Carvalhosa, que, inclusive, considera que a disposição expressa e específica do regime de responsabilização da companhia na LSA é desnecessária, tendo em vista que é princípio geral do direito brasileiro: “[s]e a Lei 6.404/76 não se refere diretamente a uma ação de responsabilidade contra a companhia, mas apenas contra seus diretores e controladores, ela o faz porque essa previsão é desnecessária. A possibilidade de propositura pelo investidor de mercado de ação de responsabilidade contra a companhia, pelos atos danosos de seus administradores, é um princípio geral consolidado em nosso Direito. Proteger a economia popular é o princípio dos mercados” (CARVALHOSA, Modesto; CANTIDIANO, Maria Lucia. *A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia?* Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/antitese/a-legislacao-brasileira-permite-que-um-acionista-seja-individualmente-indenizado-pela-companhia/>>. Acesso em 01 de setembro de 2022).

existem, no direito brasileiro, exceções à essa regra geral<sup>115</sup> – todo aquele que causar dano a terceiro será responsável por recompor o patrimônio do lesado, nos termos do art. 927 do CC.

Além disso, toda a discussão acerca da possibilidade de aplicação do Código Civil diante da aparente lacuna existente na Lei das S/A parece ser completamente em vão, tendo em vista que, o próprio CC estabeleceu expressamente em seu art. 1.089 que, embora as sociedades anônimas sejam regidas pela LSA (lei especial), serão aplicadas as disposições do próprio Código (regra geral) nos casos omissos (*i.e.*, justamente a situação da omissão/lacuna ora em análise).

Outrossim, também não existe na LSA nenhuma regra que determine decisivamente que não será imputada responsabilidade à sociedade no caso ora em comento. Muito pelo contrário, em que pese a Lei das S/A não verse especificamente sobre a temática, é possível encontrar trechos expressos dentro da própria lei que parecem corroborar com a interpretação sistemática do art. 158 – sugerindo que, em verdade, a Lei das S/A teria considerado a existência de hipótese de ação intentada pelo investidor lesado em face da companhia<sup>116</sup>. A título exemplificativo, menciona-se

---

<sup>115</sup> WALD, Arnaldo. Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 184.

<sup>116</sup> Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 159.

aqui o art. 109, §3º, e o art. 287, II, “g”<sup>117</sup>, ambos da Lei das S/A<sup>118</sup>, que aludem a litígios movidos pelo acionista contra a companhia.

Isso posto, não há como considerar que o argumento de que a simples inexistência de disposição expressa e específica na Lei das S/A seja capaz de embasar a irresponsabilidade da sociedade anônima pelos atos ilícitos de seus administradores. Conforme esclarecido, a integração da LSA com outras fontes de normas do ordenamento jurídico brasileiro, sobretudo o Código Civil, é hábil para colmatar a lacuna existente na legislação societária<sup>119</sup>.

### 3.2. O ARGUMENTO “AUTOFÁGICO”

Outro argumento, por vezes, utilizado pelos doutrinadores para afastar a hipótese de responsabilização direta da sociedade anônima pelos prejuízos financeiros causados ao patrimônio do investidor, decorrente de atos ilícitos perpetrados pelos seus administradores, é o chamado argumento autofágico – *i.e.*, os

---

<sup>117</sup> Sobre o dispositivo citado, Nelson Eizirk comenta o seguinte: “[e]ventualmente 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” (A “*fraud-on-the-market theory*” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro? *In*: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto Da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 99). Em análise ao mesmo dispositivo, Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto faz ressalva muito semelhante: “[o] art. 287, II, g, só tem aplicação quando o acionista demanda contra a companhia buscando a satisfação de direito ou a exoneração de dever que contraiu na condição de acionista [...]” (*Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 689).

<sup>118</sup> “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: [...] § 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar” e “Art. 287. Prescreve: [...] II - em 3 (três) anos: [...] g) a ação movida pelo acionista contra a companhia, qualquer que seja o seu fundamento” (BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

<sup>119</sup> Na mesma direção é a conclusão atingida por Arnaldo Wald, de forma que, novamente, vale colacioná-la aqui: “[e]m conclusão dessa parte do nosso estudo, deve-se salientar que está superada a alegação, feita por alguns doutrinadores, de existência de aparente lacuna da Lei das S/A e as dúvidas que suscitou – embora descabidas – quanto à permissão expressa para que os acionistas busquem o ressarcimento pela companhia dos prejuízos causados por atos de seus administradores” (Parecer. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 147).

investidores não teriam direito a requerer indenização diretamente da companhia pois, indiretamente, eles próprios seriam os devedores da obrigação. Assim, supostamente, ao requerer que a indenização fosse paga com o patrimônio social, eles próprios, enquanto acionistas que investiram capital naquela companhia, seriam afetados de modo reflexo<sup>120</sup>.

No entanto, de plano, cumpre observar que tal argumento esbarra em dois dos princípios basilares mais importantes do direito societário, quais sejam: (i) o princípio da existência distinta – ou seja, ao ser devidamente constituída, adquirindo a plena personalidade jurídica, a sociedade existe distintamente da pessoa física dos seus sócios, criando-se, conseqüentemente, um centro autônomo de imputação de direitos e obrigações –; e (ii) o princípio da autonomia patrimonial – segundo o qual, como consequência da personificação, a sociedade detém um patrimônio próprio, destacado do patrimônio individual dos seus sócios, que responderá pelas obrigações por ela contraídas<sup>121-122</sup>.

Assim sendo, considerando-se que não haverá qualquer situação de confusão entre as pessoas do credor (acionista) e do devedor (sociedade), tendo em vista que, sabidamente, são pessoas juridicamente distintas, bem como que não haverá afetação no patrimônio individual dos acionistas diante do princípio da autonomia patrimonial da sociedade<sup>123</sup>, não há como se considerar que o argumento autofágico seja capaz de afastar a responsabilidade da companhia.

---

<sup>120</sup> Em análise ao caso específico da responsabilidade direta da companhia por falhas informacionais, Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos, Bruno Miranda Gontijo e Igor Muniz comentam que “há uma incompatibilidade entre as perdas dos investidores prejudicados e o custo social da responsabilização das próprias companhias pelas falhas informacionais, o que resulta em uma relevante deterioração dos emissores de valores mobiliários sem um correspondente ressarcimento de danos aos acionistas – e tampouco punição efetiva dos responsáveis” (A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik – Volume I*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 286).

<sup>121</sup> TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário – volume 1*. 10. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, pp. 253-254 e 263-264.

<sup>122</sup> Em sentido contrário, no máximo, conforme leciona Tulio Ascarelli, poderia ser apenas considerado que as ações são bens de segundo grau; isto é, mesmo que os ativos sejam, ao fim e ao cabo, de propriedade do sócio, eles ainda estão registrados na contabilidade da sociedade (*Saggi di Diritto Commerciale*. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1955, p. 238-240).

<sup>123</sup> Nesta toada, Fábio Ulhoa Coelho comenta que “[e]m vista da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas, é em tudo incorreta a noção de autofagia da condenação da sociedade anônima ao pagamento de indenização em favor de um acionista. Ele não perde com uma mão o que ganhou com

Para mais, o argumento não aborda qualquer problema com relação à titularidade do direito do acionista, mas sim questiona, meramente, a relevância e a eficácia econômica de demandar contra a própria companhia da qual se é sócio – o que, em verdade, trata-se de avaliação que deve ser feita pelo próprio acionista lesado, não cabendo tolher-lhe de maneira prévia o direito de indenização, conforme reflexão exposta por Fábio Ulhoa Coelho:

[e]m qualquer hipótese de demanda por indenização, na verdade, em qualquer hipótese de demanda, o demandante deve sopesar os potenciais ganhos e perdas. E ele é o senhor da decisão que adota. Se considera que demandar lhe trará mais vantagens que desvantagens, tenderá a propor a ação; se for inverso o seu cálculo, a tendência será a de não demandar. Qualquer que seja sua decisão, contudo, trata-se de mero cálculo de oportunidade econômica e não de exame da titularidade de um direito.

Em outros termos, o acionista tem o direito de demandar a companhia para dela haver indenização civil em função da existência ou não dos pressupostos acima listados (ilícito, dano e nexa causal). Se, no final, a indenização representará, para o demandante, um ganho efetivo ou uma perda, isso não suprime ou limita a titularidade do direito de ser indenizado.<sup>124</sup>

Por fim, veja-se que, se ponderado que a ação individual em face da companhia poderá ser movida, inclusive, pelos ex-acionistas e terceiros, conforme já abordado, a suscitada confusão entre credor e devedor mostra-se ainda mais infundada, tendo em vista que esses entes sequer guardam qualquer relação atual e direta com o patrimônio social da companhia. Assim, tais investidores poderão ser plenamente indenizados pela própria sociedade anônima sem mesmo ser possível cogitar algum dano reflexo aos seus patrimônios individuais.

Ademais, faz-se pertinente ainda evidenciar que o referido argumento é ineficaz também se levado diante de sociedades anônimas de capital aberto, uma vez que a variação da cotação dos valores mobiliários depende de uma série de fatores, que em muito transborda a simples representação dos aumentos ou diminuições do patrimônio social.

---

a outra, simplesmente porque seu patrimônio e o da companhia são inconfundíveis” (Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 186).

<sup>124</sup> Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 185-186.

Portanto, o chamado argumento autofágico em nada obsta a responsabilização civil direta da companhia, tendo em vista que é abertamente contrário a princípios basilares do direito societário. Além do que, tal argumento, na medida em que é fundado em suposta confusão patrimonial, não é capaz de impedir o pleito indenizatório dos investidores que não possuem relação atual e direta com o patrimônio social, como é o caso dos ex-acionistas e terceiros lesados.

### 3.3. O PROBLEMA DA CIRCULARIDADE – TRATAMENTO DESIGUAL ENTRE OS ACIONISTAS DA COMPANHIA

Como decorrência lógica do argumento autofágico abordado no Tópico acima, surge o problema da circularidade, que também seria outro argumento favorável à irresponsabilidade da sociedade anônima diante dos danos causados por seus administradores. Em essência, o problema da circularidade seria um problema de tratamento desigual entre os diversos acionistas da mesma companhia.

Tomando por embasamento o problema da circularidade, o investidor lesado não poderia ser indenizado por meio do patrimônio social, na medida em que, ao arcar com a indenização, o patrimônio da sociedade seria diminuído, o que, conseqüentemente, geraria reflexos patrimoniais aos demais acionistas<sup>125</sup>. Em verdade, se a companhia fosse responsabilizada com o seu patrimônio, o dano de um investidor seria unicamente transferido e diluído entre os demais acionistas da mesma companhia (daí decorrente a “circularidade”) – o que ocasionaria tratamento desigual entre os acionistas que efetivamente ingressaram com ação individual em face da companhia e os que optaram por permanecer inertes ou buscar outras alternativas<sup>126</sup>.

---

<sup>125</sup> VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informativas em Companhias Abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik – Volume I*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, pp. 295 e 303-304.

<sup>126</sup> Nelson Eizirik, a partir da perspectiva do direito comparado, esclarece ainda mais a temática do problema da circularidade como argumento capaz de desencorajar a adoção da possibilidade de responsabilização direta da companhia: “[n]a doutrina francesa, também são feitas fortes críticas à adoção da teoria para responsabilizar a companhia. Tal como nos Estados Unidos, menciona-se a questão da ‘circularidade’ da indenização, que operaria a transferência de riquezas entre diferentes categorias de acionistas da mesma empresa – os que ingressaram, ou não, com ação. Além disso,

Vale mencionar que a situação se torna ainda mais problemática quando considerado que o ex-acionista (*i.e.*, aquele que já alienou as suas ações) também poderá demandar em face da companhia pelos prejuízos experimentados enquanto ainda estava na condição de acionista, de forma que haverá o pagamento aos investidores que venderam as suas ações pelos investidores que mantêm as suas posições na sociedade<sup>127</sup>.

Outrossim, o tratamento desigual dos acionistas da companhia, ao existirem demandantes com um crédito que corresponderá, indiretamente, em prejuízo a ser suportado também pelos não demandantes, não é aplicável somente aos investidores dentro do próprio mercado brasileiro, tendo em vista que existe profunda assimetria de possibilidades de acesso à justiça e à indenização nos mercados internacionais<sup>128</sup>.

---

argumenta-se que os prejuízos decorrentes de alteração de cotação das ações seriam incertos e constituiriam, para os investidores com carteiras diversificadas, um jogo de ‘soma zero’ (*A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 213-214). No mesmo sentido, comenta Bruno Gontijo: “há uma incompatibilidade entre as perdas dos investidores prejudicados e o custo social da responsabilização das próprias companhias pelas falhas informacionais, o que resulta em uma relevante deterioração dos emissores de valores mobiliários sem um correspondente ressarcimento de danos aos acionistas – e tampouco punição efetiva dos responsáveis. Qualquer desembolso por parte da própria companhia representaria tão somente um *pocket-shifting*, ou seja, uma mudança de bolsos: nessa dinâmica, os acionistas que remanescerem em sua composição societária, ao assumirem os custos da indenização, vão transferir parte de seu patrimônio para compensar a perda dos investidores que propuseram a demanda de responsabilização civil em face da companhia” (*Empresas devem indenizar acionistas por fraudes?* Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/empresas-devem-indenizar-acionistas-por-fraudes/>>. Acesso em 02 de setembro de 2022).

<sup>127</sup> PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento dos investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 425.

<sup>128</sup> Em que pese a *fraud on the market theory* já esteja consolidada no direito societário norte-americano, ressalta-se que o problema da circularidade também é objeto de preocupação naquele ordenamento jurídico. Em análise da situação, Nelson Eizirik comenta o que segue: “[s]e há um evidente incentivo para os investidores eventualmente lesados ingressarem com ações de classe com fundamento na *fraud-on-the-market theory*, existe grande discussão sobre a sua utilidade para a adequada regulação do mercado de capitais. Como a companhia pagará os danos, os acionistas que não ingressaram com ações judiciais serão prejudicados indiretamente. Em razão disso, a teoria já não goza de muito prestígio na esfera acadêmica, pregando-se uma atuação mais intensa da *Securities and Exchange Commission* para proteger eficazmente os investidores. De acordo com essa perspectiva, seria preferível dobrar o orçamento da *Securities and Exchange Commission* ao invés de incentivar as *class actions*”. O doutrinador ainda complementa: “[e]ntre 1997 e 2013, foram propostas nos Estados- Unidos mais de 3.200 *class actions* com base na *fraud-on-the-market theory*. Os acordos em tais ações geraram mais de US\$ 73.000.000.000,00. Em tal período, os advogados dos autores ganharam mais de US\$ 14.000.000.000,00 de honorários em acordos e estima-se que os advogados dos réus receberam montantes similares. Tais números, dentre outros argumentos, têm levado muitos críticos da *fraud-on-the-market theory* a concluir que as ações impõem à economia custos superiores a seus benefícios, além de não serem o meio mais eficaz de impedir as fraudes” (*A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 213). Além disso, de maneira complementar, vide Nota de Rodapé nº 63.

Nessa toada, além de também poder ser qualificada como ato contrário à disposição da Lei das S/A ao violar a obrigação de atribuição de direitos iguais aos titulares da mesma classe de ações, conforme disposto no §1º do art. 109 da norma<sup>129</sup>, ou, simplesmente, sendo considerada como uma atitude desleal, o tratamento desigual entre os acionistas da mesma companhia, inclusive entre nacionais e estrangeiros, também é reprovado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, nos termos do exposto nos Princípios de Governança Corporativa, editados em novembro de 2015, em parceria com os líderes do G20:

*The corporate governance framework should protect and facilitate the exercise of shareholders' rights and ensure the equitable treatment of all shareholders, including minority and foreign shareholders. All shareholders should have the opportunity to obtain effective redress for violation of their rights.*<sup>130</sup>

Entretanto, para retirar a relevância e o embasamento do argumento contrário ora em análise, basta considerar-se, conforme já afirmado no Tópico 2.3, que a companhia, ainda que seja responsabilizada diretamente, manterá o seu pleno direito de exercer ação regressiva contra o administrador que efetivamente cometeu o ato ilícito no mundo dos fatos<sup>131</sup>. Destarte, ao fim e ao cabo, a sociedade anônima não será obrigada a suportar nenhum prejuízo patrimonial definitivo, pois será ressarcida pelo administrador faltoso, e, conseqüentemente, não haverá prejuízo reflexo no patrimônio dos demais acionistas que não ingressarem com ação indenizatória<sup>132</sup>.

Corroborando com a conclusão acima, Luiz Gastão Paes de Barros Leães ventila que considerar um eventual tratamento desigual entre investidores apenas atuará como uma forma de incentivo para que a companhia promova a ação regressiva contra o administrador:

<sup>129</sup> “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: [...] § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares” (BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

<sup>130</sup> OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing, 2015, p. 18.

<sup>131</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 502-505.

<sup>132</sup> Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 186-187.

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.<sup>133</sup>

Além disso, evidencia-se que é paradoxal a tentativa de bloquear a hipótese de responsabilização direta da companhia apenas no ordenamento jurídico brasileiro com base no problema da circularidade, tendo em vista que, ao invés de garantir a almejada equiparação dos direitos de todos os investidores, apenas serviria para intensificar o tratamento desigual entre investidores nacionais e estrangeiros de uma mesma companhia<sup>134</sup> – o que é claramente condenado pela OCDE, nos termos dos Princípios de Governança Corporativa supramencionados<sup>135</sup>.

Veja-se que, ao não se permitir a responsabilização apenas no Brasil, além de torná-lo menos atraente para investimentos estrangeiros, nesse caso os investidores brasileiros seriam preteridos em face dos estrangeiros, uma vez que, conforme

---

<sup>133</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 53.

<sup>134</sup> A título exemplificativo, vale mencionar o caso da Petrobras, no qual, em função do mesmo fato danoso (*i.e.*, falhas informacionais), grande parte dos investidores estrangeiros há muito já conseguiram atingir a integral recomposição de seus patrimônios lesados, enquanto, no Brasil, os investidores nacionais ainda enfrentam uma série obstáculos para serem indenizados. Nesse sentido, vide: (i) JASPER, Fernando. *Petrobras pagará bilhões nos EUA, mas não quer indenizar brasileiros*. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/politica/republica/petrobras-pagara-bilhoes-nos-eua-mas-nao-quer-indenizar-brasileiros-22hu8h4fam0p63q7xc3023mif/>>. Acesso em 25 de setembro de 2022; e (ii) MENDONÇA, Heloísa. *Acordo da Petrobras nos EUA prejudica acionista brasileiro duas vezes*. Disponível em: <[https://brasil.elpais.com/brasil/2018/01/09/economia/1515510046\\_487435.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2018/01/09/economia/1515510046_487435.html)>. Acesso em 25 de setembro de 2022.

<sup>135</sup> Em que pese a orientação da OCDE, Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos, Bruno Miranda Gontijo e Igor Muniz defendem entendimento diametralmente oposto: “[c]ontudo, ainda que os prejuízos auferidos pelos agentes sejam decorrentes de um mesmo fato jurídico [...], a reparação dos prejudicados dependerá, mandatoriamente, da regulamentação a qual estiverem submetidos. Isto é, não há que se falar em tratamento equitativo e isonômico na reparação aos investidores quando a análise comparativa se referir a jurisdições distintas, cujas regulamentações estão estritamente relacionadas ao histórico do mercado de capitais de cada um dos países analisados” (A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik – Volume I*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 293).

esclarecido, fora do País, é plenamente possível atingir a responsabilização direta da companhia<sup>136</sup>.

Ainda que apenas alguns investidores, sejam estrangeiros ou nacionais, ingressem com demandas em face da companhia, com o objetivo de repararem os danos individuais experimentados, o argumento de que o tratamento desigual entre os acionistas da mesma companhia deveria ser impeditivo para a indenização dos investidores lesados também não merece prosperar, na medida em que todos os investidores devem ter igualdade de oportunidades para alcançar a efetiva indenização pela violação de seus direitos<sup>137</sup>.

Em verdade, a possibilidade de ação regressiva da companhia em face do administrador faltoso, garante que, ao final, o prejuízo financeiro não seja arcado pelo patrimônio social definitivamente, de tal forma que extingue o problema da circularidade, pois garante um tratamento isonômico entre todos os acionistas da mesma companhia, na medida em que não haverá reflexos no patrimônio destes.

#### 3.4. O RISCO DE RESPONSABILIZAR A COMPANHIA ENQUANTO VÍTIMA DOS ATOS ILÍCITOS DE SEUS ADMINISTRADORES

Por fim, o último argumento contrário à hipótese de responsabilização direta da companhia que cumpre abordar seria, justamente, o risco de incorrer em *bis in idem* ao imputar duplamente ao patrimônio da própria companhia, enquanto também vítima dos atos ilícitos de seus administradores, o dever de indenizar os danos causados aos investidores.

---

<sup>136</sup> Viviane Muller Prado comenta acerca do tratamento desigual entre os investidores nacionais e estrangeiros, sobretudo em razão da facilidade da obtenção de indenização no direito norte-americano através das *class actions* e da *fraud on the market theory*: “[I]ança-se um olhar sedutor para o sistema estrangeiro em razão da rapidez de suas respostas judiciais e do alcance da *class action* americana. Os resultados podem trazer uma situação desconfortável, pois podem levar à situação de investidores estrangeiros terem seus prejuízos ressarcidos e investidores nacionais, na mesma companhia, não conseguirem acessar adequadamente o Judiciário. Além disso, tais investidores, indiretamente, pagarão para os que estão em outro mercado mais desenvolvido, denotando maior grau de proteção” (Os desafios para o ressarcimento dos investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 370).

<sup>137</sup> OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD Publishing, 2015, p. 18.

Consoante o argumento ora em análise, supostamente, não seria possível responsabilizar diretamente a companhia, tendo em vista que, nessa situação, estar-se-ia onerando-a duas vezes: tanto pelos próprios prejuízos causados diretamente ao patrimônio social pelos atos ilícitos dos administradores faltosos, quanto pelo ônus de reestabelecer os danos gerados no patrimônio dos investidores diretamente lesados<sup>138\_139</sup>.

Contudo, veja-se que, de plano, a relevância desse argumento já pode ser questionada, sobretudo ao considerar-se que é plenamente aceito pela doutrina que a companhia ingresse com ação regressiva em face do administrador que cometeu o ato ilícito, ainda que, apenas a título argumentativo, seja considerada como simples vítima dos atos de seus administradores<sup>140</sup>, nos termos do abordado no item anterior (Tópico 3.3). Desta forma, no caso de a sociedade ser efetivamente apenas uma mera vítima, ela não será onerada duplamente, na medida em que será indenizada pelo patrimônio individual dos administradores.

---

<sup>138</sup> Sobre a questão, vale relembrar que é plenamente concebível que uma conduta única de um administrador pode gerar danos diretos e simultâneos tanto para a companhia quanto para o acionista ou terceiro, conforme já analisado e assentado no Tópico 2.2. Esse também é o entendimento ventilado por (i) ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 198-199; e (ii) VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. Volume II – Artigos 74 a 136. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1959, p. 335.

<sup>139</sup> A título exemplificativo de decisão que utilizou o argumento do risco de responsabilizar a companhia enquanto vítima para embasar a conclusão de irresponsabilidade da sociedade anônima, vale mencionar o caso do Banco Panamericano S/A, no qual, em ação que buscava indenizar investidor lesado diante de informações financeiras inverídicas prestadas pela companhia, a 2ª Turma Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo entendeu que a sociedade não poderia ser responsabilizada, tendo em vista que, entre outros argumentos utilizados, ela também teria sido vítima de fraude contábil de seus administradores, não sendo cabível puni-la duplamente (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível nº 1089065-29.2013.8.26.0100. EMPRESARIAL. AÇÃO DECLARATÓRIA. PREJUÍZO EMMERCADO DE AÇÕES (...). Relator: Des. Ramon Mateo Júnior, j. 10 de abril de 2015. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsq/consultaCompleta.do>>. Acesso em 30 de agosto de 2022). O caso em comento também foi analisado em PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento dos investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 380-381.

<sup>140</sup> A consideração é apenas para argumentação, tendo em vista que, conforme já amplamente debatido nesse trabalho, a companhia em raras ocasiões poderá ser considerada como simples vítima da pessoa física, pois “quando o administrador, enquanto órgão, atua, é a sociedade que está atuando: o administrador é a sociedade” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 58).

Nessa temática, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, ao apresentar exemplo prático, expõe entendimento que vai ao encontro do supramencionado, defendendo que a companhia, ainda que, no seu âmbito interno, seja vítima dos atos de seus administradores, no âmbito externo, ela deverá ser obrigada a indenizar os investidores lesados:

[o]corre 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.<sup>141-142</sup>

Novamente, também pode ser utilizada a lição de Arnaldo Wald para desconstituir o argumento contrário, tendo em vista que, apresentando o entendimento jurisprudencial acerca da vinculação da companhia em relação a avais ou outras garantias dadas por administradores agindo em abuso ou excesso aos poderes estabelecidos no estatuto social, o doutrinador apresenta outra hipótese na qual é sabido que a companhia poderá ser responsabilizada ainda que seja considerada vítima:

[a]ssim, no particular, discutiu-se, por algum tempo, a validade de avais ou de outras garantias dadas por diretores, sem que tivesse autorização pelos estatutos ou aos quais eram vedados dá-los. A jurisprudência se firmou, com decisões do STF, no sentido de se distinguir a responsabilidade interna, na qual a empresa podia cobrar do culpado o prejuízo causado, e a externa, em virtude da qual a empresa devia ser responsabilizada em benefício do terceiro lesado, acionista ou não, sem prejuízo da eventual ação regressiva que teria

<sup>141</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 53.

<sup>142</sup> Em sentido muito similar, Érica Gorga, em entrevista acerca do já mencionado caso da Petrobras, comenta o seguinte: “[e]mpresa não é vítima, ou ela atuou de acordo com os deveres e obrigações dela, ou ela não atuou. No caso, ela não atuou. Toda a discussão deve ser feita no âmbito do direito privado e não no do criminal. Parece que há uma confusão muito grande, inclusive alimentada por alguns procuradores da operação, como se o texto no processo criminal fosse o mesmo no processo cível. Ela é vítima em relação ao Paulo Roberto da Costa, em relação ao Nestor Cerveró, quando você analisa a relação de uma companhia que teve seus recursos desviados pelos administradores. Mas aí a relação é dual, você está analisando a companhia e seus administradores. Isso não tem discussão, o que tem é investidor e companhia. Nessa relação ela é responsável por tudo que ela faz com o capital, por o que ela capta. E o que ela fez foi se apresentar como uma pessoa idônea” (MENDONÇA, Heloísa. *“Acordo da Petrobras nos EUA prejudica acionista brasileiro duas vezes”*. Disponível em: <[https://brasil.elpais.com/brasil/2018/01/09/economia/1515510046\\_487435.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2018/01/09/economia/1515510046_487435.html)>. Acesso em 25 de setembro de 2022).

contra seu funcionário. Poder-se-ia dizer que, no caso, a empresa era simultaneamente vítima (do ato ilícito do administrador ou do preposto) e responsável (pela indenização em favor do lesado).<sup>143</sup>

Destarte, em consonância com os pareceres da doutrina especializada, a companhia não poderá ser entendida como mera vítima inocente, e “ainda que seja a vítima, disto não decorre necessariamente nenhuma exclusão ou mitigação de responsabilidade”<sup>144</sup>.

Ou seja, conclui-se que o argumento da dupla oneração da companhia também não é apto para afastar a responsabilidade direta da sociedade anônima – sobretudo, pois a ação de regresso em face do administrador, que garante a responsabilização interna no âmbito da companhia, nos termos do disposto nos arts. 158 e 159 da LSA, impede que o patrimônio social fique desfalcado definitivamente.

---

<sup>143</sup> Parecer. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 113-114.

<sup>144</sup> Fábio Ulhoa Coelho ainda completa o pensamento ao dispor que “[a] corrupção, todos sabem, é prática que depende necessariamente da atuação de pelo menos dois sujeitos: de um lado, o que paga para ter o benefício indevido; de outro o que concede este em troca do pagamento. Uma empresa é corrompida quando cumpre este segundo papel. Noto que a empresa corrompida suporta imediata e diretamente, em seu patrimônio e atividade econômica, os efeitos deletérios da corrupção. Suporta-os, porém, apenas por ter sido um sujeito *indispensável* à realização do ilícito, por ter se submetido a essa lamentável e indecorosa posição. Sem o concurso da corrompida, a empresa corruptora não teria minimamente como perpetrar a corrupção. [...] A empresa corrompida pode até alegar ser vítima, em razão dos prejuízos que a corrupção necessariamente lhe causa. Mas não será, com certeza, nunca uma vítima inocente, por sua indispensável participação na perpetração do ilícito, sua imoral colaboração com os corruptores. E, ainda que seja vítima, disto não decorre necessariamente nenhuma exclusão ou mitigação de responsabilidade. A lei conhece várias hipóteses em que a vítima de certo dano tem a responsabilidade de indenizar outras vítimas, e, depois, o direito de buscar em regresso o ressarcimento do agente causador. Na Constituição Federal, para focarmos num exemplo bastante significativo, o art. 37, §6º, estabelece que o Estado responde objetivamente pelos danos causados a terceiro por um seu funcionário, mas pode depois regredir contra este, em caso de dolo ou culpa. Se o motorista de veículo oficial causa culposamente um acidente de trânsito, provocando danos tanto no bem público como no de um particular, veem-se duas vítimas neste cenário, sendo o Estado uma delas. Da circunstância de ter sofrido um dano indenizável e ser, neste sentido, uma vítima, o Estado não pode, contudo, pretender-se irresponsável perante a outra vítima, o particular. A empresa corrompida, em suma, é vítima da corrupção. Disso não se segue, porém, que ela não tenha o dever de indenizar outras vítimas. E, sendo a empresa corrompida uma companhia aberta, entre as vítimas se encontrarão os investidores que sofreram prejuízo pela desvalorização de seus investimentos, quando causada pelo descumprimento de deveres perante o mercado de capitais, enquanto emissora de valores mobiliários. Sendo, sublinho, emissora de valores mobiliários oferecidos ao mercado de capitais, a empresa corrompida responde por prejuízos sofridos pelos investidores, se procedeu à divulgação de informações falsas ou mesmo imprecisas. Poderá, depois, reaver o que pagou aos investidores a título de indenização, voltando-se em regresso contra o responsável pela materialização da corrupção, seja o acionista controlador, administradores, empregados ou até mesmo a empresa corrupta” (Parecer. *In*: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 179-180).

#### 4. CONCLUSÃO

Ante todo o exposto, é forçoso concluir que o investidor diretamente lesado (acionista, ex-acionista ou terceiro) terá o direito de ser indenizado pelos prejuízos econômico-financeiros auferidos em razão da conduta ilícita de administrador, enquanto integrante de órgão administrativo social; sendo possível, inclusive, imputar diretamente à sociedade anônima, seja de capital aberto ou mesmo fechado, o dever de recompor o dano gerado, utilizando-se do patrimônio social.

À primeira vista, a partir da mera exegese do art. 158 da LSA, a legislação societária parece garantir a possibilidade de responsabilização direta da companhia apenas no caso descrito no *caput* do referido artigo – ao versar sobre hipótese de irresponsabilidade do administrador, *a contrario sensu*, o diploma especial prevê que será diretamente imputado à sociedade anônima as obrigações contraídas em nome dela por atos de regular gestão dos administradores.

Sendo que, desta forma, nos termos do que é estabelecido nos incisos I e II do art. 158 da Lei das S/A, apenas os administradores seriam responsáveis por indenizar os danos diretos, certos, atuais e patrimoniais, gerados pelas suas condutas culposas/dolosas ou em violação à lei/ao estatuto (os chamados atos ilícitos) – apesar da lógica insuficiência patrimonial dos administradores, enquanto pessoas físicas, de arcarem com os prejuízos de grande monta que podem ser gerados por uma sociedade anônima.

Entretanto, de maneira análoga ao que ocorre nos Estados Unidos, através da aplicação da *fraud-on-the-market theory* e das *class actions*, a doutrina societária especializada vem entendendo que, por meio de uma interpretação aprofundada e sistemática da Lei das S/A, à luz do Código Civil e de normas da Responsabilidade Civil, o art. 158 do diploma legal também poderia abranger a hipótese de reponsabilidade direta da companhia pelos atos ilícitos dos administradores.

No caso de danos causados conforme descrição do inciso I, a companhia será coobrigada, pois, nos moldes da Teoria Orgânica (amplamente reconhecida no direito societário nacional e estrangeiro), uma vez que o administrador agiu “dentro de suas atribuições e poderes”, ele é investido da posição de órgão administrativo da companhia e, conseqüentemente, funciona como simples instrumento de

exteriorização/corporificação da vontade social. Assim, uma vez que considerado que o prejuízo direto do investidor foi causado pela vontade social, é inevitável concluir que a sociedade anônima deverá ser diretamente responsabilizada. No momento em que o administrador proceder com culpa ou dolo, ele apenas garantirá que, por meio de ação regressiva, a companhia possa responsabilizá-lo individualmente, como decorrência da relação interna entre os administradores eleitos e a sociedade.

Enquanto no caso do inciso II, ainda que o administrador não haja, formalmente, como órgão social ao proceder com violação da lei ou do estatuto, a companhia, ainda assim, poderá ser diretamente responsabilizada pelos danos gerados por força do princípio da proteção do terceiro de boa-fé e da aplicação da Teoria da Aparência (conforme já foi reiteradamente aceito pelos tribunais pátrios).

Apesar disso, como limite da hipótese de responsabilização ora analisada, ressalta-se que a companhia, assim como no regime geral da responsabilidade civil, apenas poderá ser diretamente responsabilizada pelos prejuízos econômico-financeiro diretamente experimentados pelos investidores, na medida em que os danos indiretos apenas poderão ser reparados através da ação social expressamente disposta no art. 159 da LSA.

Por fim, veja-se que os argumentos contrários levantados por alguns doutrinadores, sejam os de cunho jurídico (*i.e.*, a inexistência de previsão específica na LSA) ou de caráter econômico (*i.e.*, o argumento autofágico; o problema da circularidade e do tratamento desigual entre os acionistas da companhia; o risco de responsabilizar a companhia enquanto vítima; e a dificuldade no cálculo da extensão do dano)<sup>145</sup>, também não são capazes de resguardar o patrimônio social e embasar a

---

<sup>145</sup> Em razão das constantes flutuações no valor de negociação dos papéis, geradas por uma multiplicidade de fatores inerentes ao mercado, a mensuração do dano acaba se tornando uma tarefa complexa, pois, além da própria conduta ilícita danosa, outros fatores poderiam ser causa, exclusiva ou concorrente, da queda da cotação dos valores mobiliários. Ainda, referido argumento é mais amplamente evidenciado em casos de danos diretos gerados ao patrimônio do investidor de sociedade anônima de capital aberto. Por essa razão e por se tratar de problema majoritariamente contábil e não jurídico, essa questão não foi especificamente abordada no presente trabalho. Todavia, isso não significa que a responsabilidade direta da companhia poderá ser afastada. A inexistência de direito jurídico à indenização do investidor lesado não é conclusão lógica da mera complexidade matemática no cálculo da extensão do dano. Nesse diapasão, Fábio Ulhoa Coelho comenta o que segue: “[h]á várias outras hipóteses de responsabilidade civil em que a definição da extensão dos danos esbarra em dificuldades de cálculo, o que não significa a inexistência do direito. Até hoje, por exemplo, o cálculo dos lucros cessantes mostra-se complexo. Também é assim na apuração de danos causados por

irresponsabilidade da sociedade anônima pelos atos de seus órgãos sociais, apresentados pela pessoa física dos administradores; sobretudo, tendo em vista que é regra geral do direito civil de que todo aquele que gerar dano será obrigado a repará-lo integralmente.

Nada obstante, em que pese não haja propriamente um impedimento legal à responsabilização direta da companhia, bem como a evolução da matéria nesse sentido pareça ser muito promissora, ainda assim, na prática, a obtenção de indenizações pelos investidores apresenta diversos desafios que impossibilitam o acesso ao ressarcimento dos danos causados pelos atos faltosos dos administradores<sup>146</sup>.

Talvez o principal motivo para a ineficácia prática de propor ação individual diretamente em face da companhia seja o fato de que apenas os danos diretos ao patrimônio pessoal do acionista/investidor possam ser pleiteados na indenizatória. Essa limitação no tipo de dano que pode ser reparado é um empecilho relevante na medida em que apenas alguns dos atos ilícitos dos administradores causam danos diretos aos investidores – o exemplo mais claro, e, também, mais abordado, é o caso dos ilícitos por problemas na prestação de informações relevantes ao mercado.

---

concorrência desleal, exceção de retomada de imóvel na ação renovatória e na generalidade das condenações por dano extrapatrimonial (moral). Contudo, ninguém conclui, nem poderia concluir, destas eventuais dificuldades na precificação do dano a inexistência do direito à indenização” (Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 188).

<sup>146</sup> Em análise a uma série de casos brasileiros de investidores que buscaram indenizações diretamente em face da companhia, em razão de prejuízos causados por falhas informacionais dos administradores, a conclusão atingida pela Viviane Muller Prado acerca das possibilidades de êxito dos pleitos indenizatórios está muito longe de ser a ideal. Vejamos: “o resultado da pesquisa dá um cartão vermelho para o nosso sistema jurídico, pois foi encontrado um único caso em que investidores embolsaram algum dinheiro por falha informacional. A surpresa é que essa única situação não decorre de responsabilidade civil em resposta dada pelo Poder Judiciário ou por juízo arbitral. [...] Ademais, o conteúdo das decisões sugere a não indenização dos investidores. Na via individual, em apenas um dos quatro casos identificados há decisão favorável determinando a indenização do investidor (Caso Banco Real/ABN). [...] Resumo da ópera: nenhum investidor embolsou um único centavo a título de reparação de danos por falhas informacionais a partir da atividade da tutela jurisdicional” (Os desafios para o ressarcimento dos investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 370, 393 e 394).

Os demais ilícitos causam danos diretos à sociedade e apenas indiretos aos investidores. Por esse motivo, conforme já abordado, esses prejuízos apenas poderão ser pleiteados em ação social movida pela própria sociedade (ou, ainda, excepcionalmente, pelo investidor, como substituto processual), nos termos do art. 159 da LSA.

Destarte, visando a atingir uma respeitável segurança jurídica no mercado brasileiro, bem como indenizar integralmente o investidor lesado, ainda que seja apenas por danos diretos, esse fator de limitação sugere que talvez seja pertinente lançar um olhar mais atento sobre as hipóteses de ações sociais que podem ser intentadas pela sociedade ou mesmo pelo próprio investidor, para que nenhuma conduta ilícita reste impune.

Outro possível motivo para a ineficácia prática da ação individual em face da companhia seria a extensa morosidade e, por vezes, a falta de especialização dos julgadores no sistema de tutela jurisdicional estatal<sup>147</sup>. Esses fatores, aliados com a insegurança jurídica do direito brasileiro e a incerteza de uma decisão favorável, além de propiciarem a impunidade diante da prática de atos ilícitos, acabam por ser um incentivo negativo para que o investidor lesado ingresse com a ação indenizatória.

Tal constatação parece sugerir que a pesquisa também precisaria evoluir no sentido da análise de outros regimes de *enforcement* dos direitos dos investidores lesados, além da simples utilização da ação individual no Poder Judiciário brasileiro. Menciona-se aqui, de maneira não exaustiva, a utilização da arbitragem, como a da própria CAM B3, bem como dos procedimentos coletivos, como é o caso da “ação civil

---

<sup>147</sup> PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento dos investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 402-405.

pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários”, prevista na Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989<sup>148-149</sup>.

Finalmente, o fator decisivo para a insuficiência da hipótese de responsabilização civil direta da companhia perante os investidores pelos danos causados pelos atos ilícitos dos administradores é a inexistência, no âmbito do direito societário brasileiro, de instituição expressa e específica que garanta e facilite a indenização do investidor de boa-fé que auferiu prejuízos patrimoniais, nos moldes do que ocorre no direito norte-americano através da *fraud-on-the-market theory*.

O modelo adotado pela Lei das S/A, ao direcionar a indenização para o patrimônio individual do administrador e, conseqüentemente, privilegiar a preservação do patrimônio social, deixando que a tutela dos direitos dos investidores fique a cargo da atuação de autarquias federais (e.g., a CVM), acaba tornando árdua a tarefa do investidor que deseja, justamente, ser ressarcido. Esse é o entendimento ventilado por Nelson Eizirik em análise às indenizações no mercado de valores mobiliários:

[a]inda que fosse admitida tal demanda, no contexto de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, tendo em vista as disposições regulamentares da CVM, 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 nexu 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>150</sup>.

<sup>148</sup> Para uma análise mais aprofundada e detalhada acerca da ação civil pública específica, a ser intentada pelo Ministério Público ou pela CVM, vide (i) MOREIRA, Alberto Camiña. A Ação Civil Pública da Lei 7.913/89 entre o Direito Coletivo e o Direito Societário. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018; e (ii) WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 322-351.

<sup>149</sup> A título exemplificativo, vide SAMPAIO, Lucas. *IRB (IRBR3) é alvo de ação civil pública por prejuízo aos acionistas*. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/irb-irbr3-e-alvo-de-acao-civil-publica-por-prejuizo-aos-acionistas/>>. Acesso em 25 de setembro de 2022.

<sup>150</sup> EIZIRIK, Nelson. A “*fraud-on-the-market theory*” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro? In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto Da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 98-99.

Por conseguinte, caso se almeje (i) manifestar indubitavelmente a possibilidade de indenização direta pela companhia, bem como (ii) garantir a segurança jurídica dos capitais investidos no Brasil através da facilitação do alcance à tutela indenizatória, a solução, conforme sugerido na doutrina<sup>151</sup>, seria, possivelmente, a alteração definitiva do regime de responsabilização civil das sociedades anônimas disposto na Lei das S/A.

---

<sup>151</sup> No mesmo sentido, Ana Carolina Weber menciona o seguinte: “tem sido sustentado que a disciplina legal de responsabilidade societária dos administradores atualmente vigente não tem, na prática, se mostrado eficaz. De fato, tanto no âmbito doutrinário quanto na esfera da regulação, verifica-se manifestações no sentido de que é necessário alterar determinadas regras da Lei das S.A. com o intuito de facilitar e de conferir maior eficácia aos mecanismos de reparação de danos causados pelos administradores” (*Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 89).

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ADAMEK, Marcelo Vieira von; CONTI, André Nunes. Teoria da Aparência: Críticas à sua Irrefletida Aplicação em Matéria de Representação Voluntária. In: BARBOSA, Henrique; FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa (coords.). *A evolução do Direito Empresarial e Obrigacional: Os 18 anos do Código Civil – Societário & Direito de Empresa – Vol. 1*. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

ALVES DA SILVA, Ricardo Villela Mafra. *A responsabilização na medida certa*. Disponível em: <[https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#\\_ftnref8](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-responsabilizacao-na-medida-certa-01112019#_ftnref8)>. Acesso em 22 de agosto de 2022.

ASCARELLI, Tulio. *Saggi di Diritto Commerciale*. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1955.

BOBBIO, Norberto. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 6. ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1995.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível nº 1089065-29.2013.8.26.0100. EMPRESARIAL. AÇÃO DECLARATÓRIA. PREJUÍZO EMMERCADO DE AÇÕES (...). Relator: Des. Ramon Mateo Júnior, j. 10 de abril de 2015. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsq/consultaCompleta.do>>. Acesso em 30 de agosto de 2022.

BULLOCK, Henninger; MORATO, Leonardo L.; SPEHR, Richard. *Ações contra empresas brasileiras nos EUA por condutas praticadas no Brasil*. Disponível em: <<https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/acoes-contras-empresas-brasileiras-nos-eua-por-condutas-praticadas-no-brasil/>>. Acesso em 06 de setembro de 2022.

CARVALHOSA, Modesto; CANTIDIANO, Maria Lucia. *A legislação brasileira permite que um acionista seja individualmente indenizado pela companhia?* Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/antitese/a-legislacao-brasileira-permite-que-um-acionista-seja-individualmente-indenizado-pela-companhia/>>. Acesso em 01 de setembro de 2022.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3º Volume: artigos 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. Parecer jurídico. *In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

COELHO, Fábio Ulhoa. “Legal Protection of Investments”. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 14, jan./jun. 2014.

COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer. *In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COELHO, José Gabriel Pinto. *A resposanbilidade civil baseada no conceito da culpa*. Coimbra: Imprensa da Universidade, 1906.

EIZIRIK, Nelson. A “*fraud-on-the-market theory*” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro? *In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto Da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GONTIJO, Bruno. *Empresas devem indenizar acionistas por fraudes?* Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/empresas-devem-indenizar-acionistas-por-fraudes/>>. Acesso em 02 de setembro de 2022.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 42, abr./jun. 1981, pp. 69-88.

GUIMARÃES, Fernanda. *Investidores cobram até R\$ 60 bilhões da Petrobrás em processos de arbitragem*. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,investidores-cobram-ate-r-60-bilhoes-da-petrobras-em-processos-de-arbitragem,70003690577>>. Acesso em 22 de agosto de 2022.

INFOMONEY. *IRB (IRBR3): acionista pede indenização de R\$ 807,4 mil por perdas com queda dos ativos*. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/irb-irbr3-acionista-pede-indenizacao-de-r-8074-mil-por-perdas-com-queda-dos-ativos/>>. Acesso em 24 de setembro de 2022.

JASPER, Fernando. *Petrobras pagará bilhões nos EUA, mas não quer indenizar brasileiros*. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/politica/republica/petrobras-pagara-bilhoes-nos-eua-mas-nao-quer-indenizar-brasileiros-22hu8h4fam0p63q7xc3023mif/>>. Acesso em 25 de setembro de 2022.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Vol. II. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: artigo por artigo*. 4. ed. Rio de Janeiro, Forense, 2010.

MENDONÇA, Heloísa. “Acordo da Petrobras nos EUA prejudica acionista brasileiro duas vezes”. Disponível em: [https://brasil.elpais.com/brasil/2018/01/09/economia/1515510046\\_487435.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2018/01/09/economia/1515510046_487435.html). Acesso em 25 de setembro de 2022.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado: Parte Geral; Tomo I*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

MOREIRA, Alberto Camiña. A Ação Civil Pública da Lei 7.913/89 entre o Direito Coletivo e o Direito Societário. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>. Acesso em 29 de agosto de 2022.

PATELLA, Laura Amaral; FERREIRA, Mariana Martins-Costa. O Regime de Excesso de Poderes dos Administradores de Sociedades Personificadas no Código Civil. In: BARBOSA, Henrique; FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa (coords.). *A evolução do Direito Empresarial e Obrigacional: Os 18 anos do Código Civil – Societário & Direito de Empresa – Vol. 1*. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento dos investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 2.vol. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. Versão Eletrônica.

SAMPAIO, Lucas. *IRB (IRBR3) é alvo de ação civil pública por prejuízo aos acionistas*. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/irb-irbr3-e-alvo-de-acao-civil-publica-por-prejuizo-aos-acionistas/>>. Acesso em 25 de setembro de 2022.

SCHINCARIOL, Juliana. *Arbitragem contra a empresa tem 250 adesões*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/01/22/arbitragem-contra-a-empresa-tem-250-adesoes.ghtml>>. Acesso em 06 de setembro de 2022.

SCHINCARIOL, Juliana. *Decisão arbitral nega reparação de danos a investidores do IRB*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/06/10/decisao-arbitral-nega-reparacao-de-danos-a-investidores-do-irb.ghtml>>. Acesso em 06 de setembro de 2022.

SCHINCARIOL, Juliana; RAMALHO, André. *Petrobras deverá ressarcir Previ e Petros depois de perder arbitragem*. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/06/24/petrobras-devera-ressarcir-previ-e-petros-depois-de-perder-arbitragem.ghtml>>. Acesso em 18 de agosto de 2022.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário – volume 1*. 10. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. Volume II – Artigos 74 a 136. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1959.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informativas em Companhias Abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik – Volume I*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

WALD, Arnaldo. Parecer. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária: Danos Causados pelos Administradores*. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

### **LEGISLAÇÃO CONSULTADA**

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 15 de agosto de 2022.

BRASIL. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7913.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7913.htm)>. Acesso em 05 de setembro de 2022.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/l10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm)>. Acesso em 16 de agosto de 2022.

BRASIL. Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm)>. Acesso em 18 de agosto de 2022.