

# Companhias abertas e ações de indenização movidas por investidores

A delicada questão do ressarcimento de danos decorrentes de atos de corrupção

---

**Ana Frazão**

Advogada. Professora de Direito Civil e Comercial da UnB. Ex-Conselheira do CADE.

---

As notícias de ações judiciais e arbitragens movidas por investidores, acionistas ou não, nos Estados Unidos e no Brasil, contra a Petrobras, a fim de obtenção de ressarcimento pelos danos sofridos em virtude dos atos de corrupção praticados pela companhia, dão destaque à discussão sobre o fundamento, a extensão e a adequação de demandas indenizatórias em casos assim.

Ainda que se entenda que a companhia, por ser pessoa jurídica imputável, deve responder por todos os seus atos, não sendo uma vítima inocente dos ilícitos praticados por seus gestores e empregados, pelo menos duas grandes questões se colocam: (i) saber em que casos cabe a ação de investidores contra a companhia, já que, nas hipóteses em que a companhia é lesada diretamente, é ela que tem o direito de ser indenizada por seus controladores e administradores; e (ii) avaliar em que medida a solução de responsabilizar a companhia – e não seus controladores e administradores – é realmente a mais eficaz para a tutela de todos os interesses em jogo.

No que diz respeito à responsabilidade por danos causados aos investidores do mercado de valores mobiliários, a Lei nº 7.913/89 é clara ao prever o direito dos investidores de serem indenizados pelos danos decorrentes da valorização artificial dos valores mobiliários por eles adquiridos, já que a divulgação de informações fidedignas é um dos pressupostos do funcionamento eficiente e justo dos mercados de capitais. Além da ação civil pública, que poderá beneficiar diretamente os investidores, nos termos do seu art. 2º, a lei ainda ressalva a possibilidade de ação por parte do próprio prejudicado.

Mesmo que não houvesse tal previsão específica, poder-se-ia chegar à mesma conclusão por meio da Lei das S/A, aplicável igualmente às sociedades de economia mista. Com efeito, a referida lei prevê, no § 7º do seu artigo 159, que acionistas ou terceiros que tenham sido *diretamente* prejudicados por conduta ilícita dos gestores podem propor a ação de indenização respectiva.

Apesar de se referir expressamente apenas aos administradores, é inequívoco que o referido regime de responsabilidade legal aplica-se por analogia aos controladores<sup>1</sup>. Acresce que a responsabilidade dos administradores não afasta a responsabilidade da própria companhia, uma vez que é estabelecida como um *plus* a favor do ofendido, que tanto pode demandar a companhia, o administrador ou ambos<sup>2</sup>.

A responsabilização direta dos administradores corresponde, portanto, a uma garantia a mais para acionistas e terceiros, sem que se cogite da exclusão da responsabilidade da companhia, pois, como órgãos que são, os administradores a “presentam” e a vinculam com seus atos, salvo na hipótese de ato *ultra vires* diante de terceiro que não esteja de boa-fé<sup>3</sup>.

Outro aspecto interessante é que a legislação brasileira, seguindo uma tendência do direito estrangeiro, iguala a proteção dos terceiros aos acionistas pois, havendo dano direto, tanto os primeiros como os segundos poderão exercer a pretensão indenizatória. Por essa razão, investidores não acionistas são protegidos da mesma maneira que os acionistas, criando-se, assim, um regime uniforme e homogêneo de responsabilização.

Todavia, reitera-se que o requisito essencial para a responsabilização da companhia ou dos gestores é que haja a existência de dano direto e imediato, nos termos da legislação brasileira e da jurisprudência do

---

<sup>1</sup> Ver: FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. pp. 248-253.

<sup>2</sup> Ver FRAZÃO, Op. cit., pp. 409-410.

<sup>3</sup> Diferente raciocínio deve prevalecer em relação ao controlador, que não é propriamente órgão e, exatamente por isso, deveria responder diretamente pelas consequências de suas ações Ver FRAZÃO, Op.cit., pp. 409-410.

Superior Tribunal de Justiça<sup>4</sup>. Ressalta-se que a exigência do dano direto é igualmente acolhida por vários países estrangeiros<sup>5</sup>.

Isso porque, em muitos casos, os danos sofridos por acionistas e investidores são mediatos ou reflexos, na medida em que causados diretamente à sociedade e ao patrimônio social. Logo, em casos assim, apenas a sociedade é titular do eventual direito à reparação<sup>6</sup>.

A mencionada diferenciação tem a finalidade de oferecer um critério coerente de separação entre os danos sofridos pela companhia e os danos sofridos por acionistas ou terceiros, possibilitando a identificação de pressuposto básico da responsabilidade civil: o nexo causal direto e imediato, inclusive para o fim de se evitar o *bis in idem* nas hipóteses em que o direito à indenização caberia à própria companhia, a ser exercido contra os seus administradores ou controladores.

Dessa maneira, ainda que a Lei nº 7.913/89 não faça menção expressa ao nexo causal direto e imediato, trata-se requisito indispensável às ações em discussão, seja por ser pressuposto inerente a qualquer tipo de responsabilidade civil, seja por força da aplicação da Lei das S/A.

É certo que existem algumas situações limítrofes, nas quais há controvérsias sobre se os danos são causados diretamente à sociedade ou aos acionistas e terceiros. Entretanto, a doutrina vem conseguindo destacar alguns exemplos de danos diretos sofridos por acionistas e investidores, tais como os decorrentes de: (i) informações e balanços falsos; (ii) recusa ou omissão de prestação de informação e violação dos deveres de publicidade e transparência;

---

<sup>4</sup> STJ, 4ª T., REsp 1.327.357/RS, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, Rel. p/ Acórdão Min. Maria Isabel Gallotti, julg. 20.4.2017, publ. DJe 23.5.2017; STJ, 4ª T., REsp 1.536.949/SP, Rel. Min. Marco Buzzi, Rel. p/ acórdão Min. Raul Araújo, julg. 6.9.2016, publ. DJe 4.11.2016; STJ, 4ª T., EDcl no REsp 1.214.497/RJ, Rel. Min. Raul Araújo, julg. 18.12.2014, publ. DJe 9.2.2015; STJ, 4ª T., REsp 1.214.497/RJ, Rel. Min. João Otávio de Noronha, Rel. p/ Acórdão Min. Raul Araújo, julg. 23.9.2015, publ. DJe 6.11.2014; STJ, 3ª T., REsp 1.014.496/SC, Rel. Min. Nancy Andrichi, julg. 4.3.2008, publ. DJe 1.4.2008.

<sup>5</sup> HALF EK von; HOYENBERG, Philipp von. *Aktiengesellschaften*. München: DTV, 2006, pp. 116-117; RIPERT, G.; ROBLOT, R. *Traité de Droit Commercial*. Tomo I, Volume II. Atualizado por Michel Germain. Paris: LGDT, 2002. p. 517; LEGEAIS, Dominique. *Droit Commercial e des Affaires*. Paris: Dalloz, 2001. p. 209; SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Los administradores em las sociedades de capital*. Navarra: Civitas, 2005. p. 383; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Ação individual contra administrador de companhia para o fim de obter a reparação de dano individual reflexo ou indireto (LSA, art. 159, § 7º): descabimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 142, pp. 248-255, abr. /jun. 2006. p. 253.

<sup>6</sup> BONELLI, Franco. *Gli Amministratori di S.P.A.* Milano: Giuffrè, 2004. p. 214.

(iii) violação da obrigação de distribuição de dividendos ou exclusão total ou parcial de acionista(s) da referida distribuição; (iv) desrespeito ao direito de preferência na subscrição das ações; (v) omissão de convocação de assembleias ou de acionista(s) para a assembleia e (vi) vedação de participação de acionista(s) em assembleia<sup>7</sup>.

Ressalta-se que, dentre as hipóteses descritas, vem ganhando relevância, principalmente no caso das companhias abertas, a questão da responsabilidade da companhia e dos gestores em razão de informações ou balanços falsos ou do descumprimento das obrigações de informação, transparência e publicidade. Nesse caso, tanto os acionistas como os investidores que tiverem adquirido os valores mobiliários por preços “artificiais” ou manipulados teriam direito ao ressarcimento<sup>8</sup>.

Para muitos, este seria o caso da Petrobras, motivo pelo qual seriam cabíveis tanto a ação individual como a ação civil pública na defesa dos direitos individuais homogêneos dos referidos investidores, como já se adiantou.

Todavia, para a determinação do dano direto ao investidor, é importante verificar se ocorreu realmente o falseamento das informações ou se o problema efetivo foi a corrupção, da qual a desvalorização dos papéis da companhia foi mera consequência. Afinal, na segunda hipótese, há razões para se entender que o dano direto foi sofrido pela própria companhia, sendo indireto o dano sofrido por acionistas e investidores.

Se assim não for, qualquer ilícito praticado por companhia aberta – ilícito concorrencial, tributário, dentre inúmeros outros –, que, uma vez

---

<sup>7</sup> Ver: NUNES, Pedro Caetano. *Responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas*. Coimbra: Almedina, 2001. pp. 18-19, 48; RIPERT, ROBLOT, Op. cit., p. 517; BONELLI, Op. cit., pp. 215-220; GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*. Padova: Cedam, 1984. p. 277.

<sup>8</sup> No caso do direito alemão, ensinam Ek von Half e Hayenberg (Op. Cit., pp. 116-117) que os mais importantes casos de emprego das ações dos acionistas contra os membros da direção (*Vorstand*) são pretensões de acionistas de companhias cotadas em bolsa, por causa de dados errôneos que constam do prospecto ou pela violação às obrigações de publicidade, que possam levar à aquisição de valores mobiliários. Em sentido próximo, Jürgen von Kann (*Vorstand der AG. Führungsaufgaben, Rechtspflichten und Corporate Governance*. Berlin: Eric Schmidt Verlag, 2005. p. 113) ressalta que as hipóteses de atrasos, omissões e incorreções da publicação de informações relevantes são importante causa da responsabilidade dos administradores perante os prejudicados que adquiriram valores mobiliários baseados em informações erradas ou não divulgadas.

descoberto, resulte na desvalorização dos seus papéis poderia dar ensejo a indenizações por parte dos investidores. Esta conclusão, além de não parecer se afinar com o escopo da legislação que protege os investidores dos mercados de capitais, ainda geraria uma situação de extremo risco para as companhias abertas, mesmo porque a obrigação de evitar ilícitos, em qualquer que seja a seara, é de meio e não de fim.

Ainda sobre a questão do dano direto e imediato a investidores, tal pressuposto é normalmente mais claro nas hipóteses em que houve ato específico de manipulação dos papéis por parte da companhia, atingindo grupo determinado de investidores que adquiriu valores mobiliários. Em face de investidores que sofreram prejuízos específicos diante dos demais, a mera recomposição do patrimônio social da companhia, tal como ocorre nas ações movidas pela própria companhia contra os seus gestores, não é suficiente para endereçar o problema.

Entretanto, quando se fala em um conjunto amplo e complexo de atos de corrupção, ocorridos em longo lapso temporal, de muitos anos, pode-se dizer que todos aqueles que adquiriram papéis da companhia durante esse período teriam sido lesados de alguma maneira.

Mais do que isso, diante da amplitude do fato delitivo, é até difícil afirmar que apenas quem negociou seus valores mobiliários no período sofreu prejuízos. Aqueles que não negociaram seus valores mobiliários no período, por exemplo, também podem ser considerados lesados, uma vez que permaneceram como investidores com base nas mesmas informações falsas e dados equivocados que fizeram com que muitos outros se tornassem acionistas ou investidores.

Dessa maneira, diante de hipótese de danos sofridos por grupo amplo e difuso de investidores, em razão de vários atos que se projetaram por tempo considerável e que, conforme o caso, podem abranger parte expressiva ou a quase totalidade dos acionistas e investidores da companhia no período, é de se perquirir em que medida a satisfação individual dos investidores, ao invés da recomposição do patrimônio social da companhia, é realmente a melhor solução.

Não se pode esquecer que a identificação entre dano direto e indireto tem também um sentido pragmático: se, por exemplo, todos ou quase todos os acionistas foram prejudicados, o ressarcimento individual de cada um deles pode levar a distorções, na medida em que o ganho obtido nas referidas demandas pode ser atenuado ou até mesmo anulado com a diminuição do valor das ações em decorrência da perda patrimonial da companhia, como consequência necessária de pagamentos indenizatórios tão expressivos. Em outras palavras, os acionistas podem perder por um lado o que ganharam por outro.

Ademais, se todos ou quase todos os acionistas e investidores foram atingidos, a solução das ações movidas por determinados grupos não será equitativa, uma vez que beneficiará apenas aqueles que se mobilizaram, sem que nada seja feito em relação aos demais. Isso sem falar que, havendo múltiplas demandas, os resultados delas, inclusive no que diz respeito ao *quantum* indenizatório, também podem ser bem distintos.

Assim, observa-se que situações como a descrita apresentam peculiaridades que exigem uma maior reflexão sobre o cabimento e a extensão das ações de indenizações movidas por acionistas e investidores. Como ainda não se tem, no Brasil, uma maior tradição em relação a esse tipo de ação, é preciso pensar com cuidado não apenas nos pressupostos de tais demandas, como também nos seus efeitos práticos tanto em relação aos investidores, como em relação à própria companhia.

Verdade seja dita que, no caso específico da Petrobras, os acordos já firmados em benefício de investidores estrangeiros deslocam a discussão sobre o direito à reparação para outra perspectiva, colocando em evidência importantes questões, como a da necessária igualdade em favor dos investidores brasileiros.

Não obstante, em qualquer caso, não se pode ignorar os reflexos da perda patrimonial que a companhia, diante de tais ações, é capaz de sofrer, inclusive no que diz respeito à possibilidade do comprometimento de sua manutenção rentável. Se tal aspecto pode ser indiferente para os investidores estrangeiros, certamente que não o é nem para os investidores brasileiros nem para a sociedade brasileira, em se tratando de sociedade de economia mista.

É, portanto, diante de tais impasses, que se observa que a solução das ações movidas por investidores contra as companhias não é simples do ponto de vista dos seus pressupostos e ainda pode gerar distorções. Por essa razão, partindo-se da premissa de que houve dano direto aos investidores, seria importante avançar igualmente na alternativa de responsabilização dos administradores e dos controladores.

Com efeito, além de a Lei das S/A ter arquitetado todo o regime de responsabilização dos gestores por danos diretos causados aos acionistas e investidores, a vantagem de tal solução é que, longe de comprometer o patrimônio social da companhia, contribui para a sua recomposição, com o benefício reflexo de todos os acionistas e investidores e sem qualquer embaraço para a manutenção da empresa. Por outro lado, transfere-se a responsabilidade àqueles que efetivamente permitiram, com suas ações ou omissões, os atos ilícitos em questão.

A responsabilização dos gestores ainda tem a vantagem de, por meio da recomposição do patrimônio social da companhia, beneficiar equitativamente todos os acionistas e investidores, sem gerar distorções ou desigualdades entre acionistas e investidores que estejam na mesma situação. Tratando-se de sociedade de economia mista, não haveria nem mesmo o problema de falta de solvência do controlador, o que pode ser um óbice para ações movidas contra controladores de companhias privadas.

Conclui-se, assim, que as recentes notícias sobre as ações de responsabilidade civil movidas por investidores contra a Petrobras representam uma excelente oportunidade para se refletir, com maior atenção, não apenas sobre os pressupostos de tais demandas contra companhias abertas, como também sobre a sua adequação diante de outras alternativas que, tal como é o caso da responsabilização direta de administradores e controladores, poderiam promover maior equilíbrio entre os diversos interesses em jogo sem o inconveniente de criar os efeitos negativos das ações movidas contra a própria companhia.

*Artigo publicado no portal Jota em 21 de fevereiro de 2018.*

*Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/companhias-abertas-e-acoes-de-indenizacao-movidas-por-investidores-21022018>*