

REPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA POR FALHA INFORMACIONAL: (IN)SUFICIÊNCIA DO ESTUDO DE EVENTOS COMO PARÂMETRO PARA A DETERMINAÇÃO DO NEXO CAUSAL

Gisela Sampaio da Cruz Guedes

Professora de Direito Civil da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Coordenadora e professora permanente do Programa de Pós-Graduação *stricto sensu* da UERJ. Doutora e Mestre em Direito Civil pela UERJ. Advogada, parecerista e árbitra.

Publicações em: www.giselasampaio.com.br.

Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-4977-2303> E-mail: gsc@bmalaw.com.br

Sumário: 1 Consulta – 2 Parecer – 3 Conclusões

1 Consulta

Recebi dos advogados “X”, todos do prestigioso escritório “Y”, na qualidade de patronos da sociedade “Z” (“Z”, “Consulente” ou “Companhia”), consulta sobre a eventual responsabilidade civil da Companhia pela alegada omissão informacional e divulgação de informações supostamente falsas, incompletas e/ou tendenciosas ao mercado de valores mobiliários.¹ Em especial, questionam V.Sas. acerca da existência ou não de nexo de causalidade entre a falta de informação e/ou divulgação de informações falsas e/ou incompletas ao mercado e os alegados prejuízos sofridos pelos investidores em razão da desvalorização das ações da Z.

Tal controvérsia está inserida em um contexto em que diversas arbitragens já foram instauradas por investidores contra a Consulente, sob a alegação de que fazem jus à indenização em vista dos supostos prejuízos que sofreram pela

¹ Este parecer foi reduzido e desidentificado para publicação com a autorização da Consulente. Assim, sempre que tiver alguma referência, na versão original do parecer, ao nome da Companhia ou a qualquer outro elemento que não possa ser divulgado, tais referências serão substituídas no texto.

desvalorização de suas ações. Em todos esses casos, o pedido de indenização vem fundamentado, na essência, e para o que aqui é relevante, da mesma forma: alegam os investidores que adquiriram ações da Z na Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) entre os anos de 2010 e 2015, período no qual a Z teria supostamente omitido de seus acionistas e investidores informações materialmente relevantes, assim como prestado informações falsas, incompletas e/ou tendenciosas para acobertar a prática de atos ilícitos e criminosos cometidos pelos administradores em exercício à época.

Segundo os investidores, a relação de causalidade entre a suposta conduta ilícita da Z (omissão de informações e divulgação de informações falsas e/ou incompletas ao mercado) e os prejuízos por eles alegadamente experimentados, consubstanciados na redução do valor de cotação de suas ações, é “inegável”. Ainda de acordo com os investidores, a redução do valor das ações ocorreu à medida que os supostos ilícitos e crimes foram sendo descortinados e levados a conhecimento público mediante outras fontes, distintas da Z, notadamente com a deflagração e o desenvolvimento da operação W (“Operação W”).

Por outro lado, a Consulente sustenta que não houve qualquer falha ou violação ao seu dever de informação, seja porque parte da informação divulgada era, de fato, verdadeira; seja porque parte era proveniente de terceiros (ex., agências de *rating*), sendo o remanescente simplesmente a melhor informação disponível à época de sua divulgação.

Além disso, defende a Consulente que, ainda que assim não fosse, para fazer jus à indenização pleiteada, seria necessário que cada acionista comprovasse que adquiriu as ações exatamente *em razão* da divulgação das informações que, agora, alega serem falsas ou incompletas. Sustenta a Consulente que o direito brasileiro rejeita a *fraud-on-the-market theory*, por vezes aplicada nos Estados Unidos, segundo a qual, em um mercado eficiente, há uma presunção relativa de que todas as informações divulgadas pela companhia são levadas em consideração pelos investidores ao adquirirem suas ações, de modo que não precisam provar que confiaram especificamente em cada uma das informações divulgadas pela companhia.

A Consulente argumenta também que, mesmo que estivesse comprovada a relação entre eventual falha informacional e a decisão de cada acionista de adquirir as ações da Z, os investidores ainda teriam que provar o nexo de causalidade entre as informações alegadamente falsas ou omitidas e o preço das ações da Z, de modo que a informação deve ter tanto causado aumento do preço da ação quando divulgada, como, posteriormente, decréscimo no preço no momento em que foi desmentida. Daí se discorrer nas manifestações apresentadas nas arbitragens sobre a necessidade de se demonstrar dois diferentes aspectos relacionados à causalidade: (i) o primeiro aspecto se verificaria a partir da ligação entre eventual falha

informacional e a decisão de aquisição das ações da Z pelos investidores; e (ii) o segundo, por sua vez, entre os fatos que vieram à tona com a Operação W, que revelaram a alegada falha no dever de informar, e o preço das ações da Z.

No que tange ao “segundo” aspecto, a Consulente defende que caberia a cada acionista provar tanto que o preço das ações que adquiriu estava inflado pelas informações falsas ou incompletas, quanto que a alegada desvalorização das ações da Z foi causada, direta e imediatamente, pela posterior divulgação das informações verdadeiras ao mercado. Isso, porque, segundo a Consulente, o preço das ações pode variar no mercado em função de diversos fatores, como exemplo, a instabilidade política e econômica nacional, o preço do barril do petróleo no mercado internacional, as oscilações do câmbio, dentre inúmeros outros que nada dizem respeito às informações reputadas inverídicas ou incompletas.

Nesse cenário, levando em consideração o intrincado debate já instaurado sobre causalidade, fui consultada para emitir a minha opinião acerca desse conjunto de arbitragens em andamento. O principal objetivo deste parecer é, portanto, responder ao seguinte quesito: ainda que fossem superados todos os óbices do direito societário que impedem a Companhia de responder nesses casos e ficasse comprovado que a Consulente, de fato, violou o seu dever de informar, os investidores conseguiram, afinal, demonstrar o liame causal existente entre o ato ilícito praticado e os alegados prejuízos por eles experimentados? Além disso, V.Sas. também me questionam sobre a existência de dano indenizável no caso concreto, levando em consideração que a alegação dos investidores é genérica, sem qualquer prévia individualização da situação particular de cada investidor supostamente lesado. Isto é, em realidade, os investidores pretendem deixar para a fase de liquidação a própria demonstração da existência do dano.

Para a análise solicitada, recebi da Consulente os documentos listados no Anexo.² Dito isso, passarei a emitir o meu parecer, que nada mais é do que a minha opinião imparcial sobre esse tema complexo que estudo desde 2001, quando comecei a escrever a minha dissertação de mestrado, que foi a primeira monografia brasileira específica sobre o assunto no campo do direito civil, intitulada *O problema do nexo causal da responsabilidade civil* (publicada em 2005, pela Editora Renovar).

2 Parecer

No cerne da consulta está, pois, a eventual responsabilidade civil da Z perante alguns de seus investidores, que buscam, por meio de diferentes procedimentos

² O Anexo foi excluído desta versão para publicação.

arbitrais, ser diretamente ressarcidos pela Companhia pelos supostos danos sofridos com a desvalorização de suas ações após a divulgação de informações no âmbito da Operação W.

A questão jurídica mais complexa desse conjunto de casos, que será objeto deste parecer, diz respeito à existência ou não de nexos causal que relacione, de forma concreta e direta, a alegada conduta ilícita da Z – fundada na omissão de informações materialmente relevantes e prestação de informações falsas ao mercado – com os supostos danos sofridos pelos investidores a partir da desvalorização de suas ações. Diante desse contexto, como já adiantado, a Consulente solicitou precisamente o exame do problema da causalidade, que será, por isso mesmo, o foco deste parecer. Sem perder de vista a questão da causalidade, como há um quesito adicional sobre a existência de dano indenizável, a parte final deste parecer será dedicada aos requisitos do dano indenizável.

Não está no escopo deste parecer a análise dos óbices encontrados no direito societário para refutar a tese dos investidores, tampouco daqueles outros encontrados no direito civil (ex., prescrição, ausência de ato ilícito ou culpa). No que diz respeito aos óbices de direito societário, reporto-me ao parecer do Jurista A (“Jurista A”), cuja opinião é no sentido de que eventual reparação a que os investidores façam jus deveria ser objeto de ação de responsabilidade civil contra os ex-administradores da Z – e não contra a própria Z –, que não representam a Companhia quando praticam atos irregulares de gestão, nem muito menos a apresentam, não sendo, por isso mesmo, admissível responsabilizar a Consulente por atos ilícitos perpetrados por seus ex-administradores.³

Tanto o parecer do Jurista A, quanto o parecer anteriormente proferido pelo Jurista B (“Jurista B”), dois grandes especialistas no tema, já enfrentaram com profundidade essa questão. Apesar de concordar com a tese por eles defendida, para poder examinar mais a fundo a questão da causalidade e do dano, que é o objeto da consulta, este parecer partirá das premissas de que (i) houve, de fato, uma falha no dever de informar por parte da própria Companhia e (ii) a legislação societária permite a propositura de ação de responsabilidade pelo acionista diretamente contra a Companhia. As referidas premissas servem apenas para focar o parecer na questão da causalidade, mas a Companhia e seus pareceristas refutam ambas as premissas, aqui admitidas como verdadeiras apenas para fins deste exercício de investigação do nexo de causalidade.

³ Na opinião do Jurista A, responsabilizar a Companhia acabaria por eximir de responsabilidade aqueles que devem diligenciar para que as informações sejam divulgadas ao mercado de forma clara, verdadeira, completa, consistente e suficiente, que são os próprios administradores. No direito brasileiro, a questão se resolve com os seguros de D&O, sem atingir a companhia, que deve ser preservada, já que é a principal vítima dos administradores, sob pena de causar um efeito sistêmico nefasto para o próprio mercado.

2.1 O nexu causal como elemento da responsabilidade civil de difícil verificação

Inúmeros são os danos que podem atingir os indivíduos. O dever de indenizar, contudo, só nasce quando for possível estabelecer um liame causal, a ligar a conduta do agente ao dano sofrido pela vítima. O nexu de causalidade figura como elemento indispensável em qualquer espécie de responsabilidade civil, o que, evidentemente, abarca também a responsabilidade civil das companhias perante quem quer que seja. Assim, ainda que fosse possível ultrapassar os óbices criados pela legislação societária,⁴ fato é que, para a Z ser responsabilizada, caberia aos investidores o ônus probatório de demonstrar a existência de um liame causal entre a conduta da Companhia e o dano.

Nesses termos, para que a obrigação de indenizar reste configurada, não basta a comprovação de que o agente haja procedido contra o direito, nem que tenha criado um risco, tampouco que a vítima tenha sofrido um dano, sendo imprescindível que se comprove a existência de uma relação de causalidade a ligar a conduta do agente, ou a sua atividade, ao dano injustamente sofrido pela vítima.

Como já tive a oportunidade de explicar em monografia específica sobre o tema: “[...] não adianta, portanto, que um dano coincida com a existência de uma culpa ou de um risco – coincidência não implica causalidade –, antes sendo indispensável que se constate a existência desse liame causal”.⁵ O problema é que o nexu de causalidade, como já apontava Caio Mário da Silva Pereira, “[...] é o mais delicado dos elementos da responsabilidade civil e o mais difícil de ser determinado”.⁶

Trata-se de noção “aparentemente fácil e limpa de dificuldade”,⁷ mas a experiência revela exatamente o contrário. O conceito de relação causal, além de se revestir de um aspecto filosófico, apresenta dificuldades de ordem prática, porque, na

⁴ O ordenamento jurídico brasileiro não prevê a possibilidade de companhias abertas serem responsabilizadas perante seus acionistas por danos advindos da desvalorização das ações em decorrência de atos ilícitos praticados por seus diretores e/ou administradores. No âmbito das arbitragens instauradas contra a Z, esta argumenta que a responsabilidade por eventuais prejuízos causados aos acionistas recairá sobre os administradores e/ou acionistas controladores da própria companhia aberta, e somente por danos diretos, conforme os arts. 159 e 246 da Lei das S/A. Nessa linha, em parecer apresentado num dos procedimentos arbitrais, o Jurista B explica que: “não tendo a Lei das S.A. estabelecido ação de responsabilidade contra a companhia nos casos de divulgação de informações falsas ou enganosas ou mesmo de omissão na divulgação de informações sobre fatos relevantes, não é cabível os acionistas a ela atribuírem a obrigação indenizatória pelos danos que supostamente daí lhes advierem. A eventual responsabilidade decorrente de falhas informacionais somente pode ser imputada aos administradores, uma vez que o dever de informar é a eles atribuído na forma do artigo 157 da Lei das S.A. e na regulamentação específica da Comissão de Valores Imobiliários – CVM” (Parecer do Jurista B, de 10.2.2020. p. 14).

⁵ CRUZ, Gisela Sampaio da. *O problema do nexu causal na responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 4.

⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. 12. ed. Rio de Janeiro: GZ, 2018. p. 105.

⁷ LOPES, Miguel Maria Serpa. *Curso de direito civil*. 4. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1995. v. 5. p. 218.

maioria das vezes, o evento danoso está cercado de condições que se multiplicam, dificultando a identificação da causa do dano.

A relação de causalidade dificilmente corresponde ao esquema demasiado simples de uma conduta-causa que produz um dano-efeito. Isso, porque, na vida real, o desenrolar dos fatos, seja pela perspectiva da causa, seja pela perspectiva do efeito, nunca é tão bem delimitado quanto nos exemplos acadêmicos. Como explica a doutrina: “essa conduta é situada, tem antecedentes; ela própria é causada; não teria produzido esse efeito sem o concurso de outros elementos. A partir do momento em que se olhe de perto, as causalidades são sempre complexas, múltiplas, entrelaçadas”.⁸

No que tange à determinação do nexos causal, dois desafios desde logo se apresentam. O primeiro diz respeito à identificação do fato que constitui a verdadeira causa do dano; ao passo que o segundo está relacionado à dificuldade de sua comprovação. Não é fácil, principalmente quando se está diante de condições múltiplas, determinar qual delas deve ser elevada à categoria de causa juridicamente relevante, de modo a imputar a responsabilidade ao agente ofensor.

A análise do nexos causal torna-se ainda mais complicada na medida em que o fato constitutivo da responsabilidade não precisa ser a única causa do dano. À semelhança do que ocorre no direito penal com a figura da coautoria, também no direito civil é possível observar que vários agentes podem participar da produção do dano, inclusive de diferentes formas e intensidades. Além disso, é comum a associação de determinado evento danoso a múltiplas fontes possíveis, tecnicamente denominadas *concausas*.⁹

Poucos temas são tão complexos quanto o da causalidade, sendo assunto tratado não apenas do ponto de vista jurídico, por criminalistas e civilistas, mas também por filósofos e cientistas em geral. Essa complexidade deu origem a diferentes interpretações e teorias que podem complicar a tarefa dos juízes e dos árbitros, que, diante de indagações envolvendo o exame do nexos causal, precisam fazer um grande esforço de interpretação e uma análise minuciosa do caso concreto para que erros graves de julgamento não sejam cometidos.

Assim, longe de ser uma tarefa simples, a análise da existência de uma verdadeira relação de causalidade que conecta a conduta do agente ao dano sofrido

⁸ EWALD, François. *Foucault, a norma e o direito*. Tradução de A. F. Cascais. 2. ed. Lisboa: Vega, 2000. p. 169.

⁹ Cite-se, a título de exemplo, hipótese elaborada por Caio Mário da Silva Pereira: “Quando um indivíduo vai desmontar um revólver e o detona, ferindo alguém, ocorre um fato simples, e a relação causal é estabelecida da maneira direta, entre o fato e o dano. Mas nem sempre as coisas se passam de maneira tão singela. O dono da arma retira-a da gaveta, e a empresta a outrem que a deixa sobre a mesa; um terceiro a encontra e, supondo-a descarregada, vai manuseá-la; o cômodo está vazio, porém um quarto personagem entra inopinadamente e pretende assustar o que está segurando o revólver; este se volta e no momento aciona o gatilho; a arma dispara e o projétil, através da porta, vai ferir a sua secretária na sala ao lado” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 108).

pela vítima deve ser realizada pelo intérprete com atenção redobrada. Como já se reconheceu na jurisprudência, a comprovação do nexo causal

exige absoluta segurança quanto ao vínculo entre determinado comportamento e o evento danoso. O magistrado para reconhecer o nexo causal precisa atingir níveis absolutos de convicção, diante de comprovação inequívoca, robusta e consistente. Pode haver responsabilidade sem culpa, mas não há responsabilidade sem nexo causal.¹⁰

E mais: o estudo das teorias do nexo de causalidade varia muito de acordo com cada ordenamento jurídico. Há teorias sobre causalidade estudadas em outros países que sequer são discutidas ou mesmo cogitadas no Brasil, a exemplo da teoria do escopo jurídico da norma violada, estudada na Alemanha e em Portugal, mas muito pouco tratada no Brasil. Por outro lado, o ordenamento brasileiro tem certas amarras que o distanciam muito de outros ordenamentos e das teorias mais celebradas no exterior. Basta lembrar que, segundo o art. 403 do Código Civil, “[a]inda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela *direto e imediato*, sem prejuízo do disposto na lei processual” (grifos nossos).

Como já adiantei, estudo esse tema há mais de 20 anos, desde 2001, quando comecei a escrever o primeiro trabalho monográfico brasileiro sobre nexo de causalidade no campo da responsabilidade civil. Exatamente por isso, posso afirmar, com convicção, que a importação de teorias e metodologias estrangeiras para a aferição do nexo de causalidade não costumam funcionar no direito brasileiro. Essa é a primeira advertência que não posso deixar de registrar neste Parecer.

2.2 Funções e teorias sobre as relações de causalidade

Na responsabilidade civil, o nexo causal cumpre uma dupla função: por um lado, permite determinar a quem se deve atribuir um resultado danoso; por outro, é indispensável na verificação da extensão do dano a se indenizar, pois serve como medida da indenização.¹¹ Por meio do nexo de causalidade, busca-se estabelecer

¹⁰ TJ/RJ, 2ª CC. AC nº 2004.001.10228. Rel. Des. Sergio Cavalieri Filho, j. 4.8.2004.

¹¹ Para Luis Díez-Picazo, o debate em torno da causalidade resume-se a: “[...] un debate sobre los límites del deber de indemnizar” (*Derecho de daños*. Madrid: Civitas, 1999. p. 332). De fato, como anota Judith Martins-Costa: “[...] tem razão quem sublinha ser a mais relevante questão, em matéria de nexo causal, a que diz respeito aos seus limites: aí o que se pergunta é até onde vais a extensão da responsabilidade pelo dano por ilícito absoluto ou relativo” (Ação indenizatória. Dever de informar do fabricante sobre os riscos do tabagismo. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 812, jun. 2003. p. 93).

se o dano sofrido pela vítima foi efeito necessário de determinada conduta, que, por sua vez, pode ser atribuída a um agente em particular.

É o estabelecimento do nexo causal, com base nos critérios jurídico-normativos de identificação da causa do dano, que definirá a medida da indenização. Não é a gravidade da culpa do ofensor, portanto, que define a medida da indenização, já que a culpa é apenas um dos fatores de imputação da responsabilidade. É o nexo de causalidade que irá determinar *se e contra quem* a vítima poderá exercer sua pretensão indenizatória e em que medida tal pretensão poderá ser exercida.

Em relação à função de atribuir o dever de indenizar, o nexo de causalidade se diferencia dos fatores de imputação, que consistem nos critérios de reprovabilidade eleitos pelo sistema jurídico para qualificação da conduta (a exemplo da culpa e do risco). Assim, se o nexo causal funciona para identificar qual evento gerou certo resultado, os fatores de imputação servem para qualificar determinado evento como socialmente reprovável. De fato, uma conduta pode ser a causa determinante de um evento danoso, mas seu agente pode não ter agido com culpa, ou, ao contrário, ainda que tenha agido com culpa, sua conduta pode simplesmente não ter sido a causa determinante do dano.¹²

Já no que se refere à função de mensurar o dano, o nexo de causalidade servirá para demarcar a amplitude dos efeitos do evento danoso. No direito brasileiro, quis o legislador que o agente só responda pelos danos que forem consequência *direta e imediata* de sua conduta, ainda que atue com dolo, o elemento anímico mais grave. Afastou-se, assim, a noção da culpa para aferição do *quantum* reparatório para centralizar a medida do dano na ligação entre, de um lado, a conduta do agente e, de outro, o resultado danoso sofrido pelo lesado, isto é, no nexo de causalidade.

O cumprimento de tais funções pelo nexo de causalidade revela-se ainda mais desafiador quando há uma multiplicidade de “causas em potencial” em torno de certo dano. Havendo mais de um ato ou fato potencialmente apto a ocasionar o dano, há de se questionar até que ponto irá a imputação de responsabilidade, bem como a própria medida do dano indenizável.

¹² Sobre o ponto, vale remeter às palavras de Eduardo Nunes de Souza: “[...] seja na concepção mais tradicional, dita psicológica ou subjetiva, na qual era caracterizada como a vontade ou a consciência do cometimento do ilícito, seja na vertente, dita normativa, em que é associada ao descumprimento de um padrão de conduta, a culpa prescinde conceitualmente da produção do dano. Sendo assim, é logicamente impossível que a culpa se preste à identificação do liame causal, já que a sua configuração se verifica de modo plenamente autônomo ao outro extremo do nexo de causalidade, isto é, ao prejuízo sofrido pela vítima. A *rigor*, é plenamente possível que certo agente incorra em conduta *culposa* sem que um dano seja produzido (hipótese que pode deter relevância penal, mas não ensejará responsabilidade civil)” (Nexo causal e culpa na responsabilidade civil: subsídios para uma necessária distinção conceitual. *Civillistica.com*, ano 7, n. 3, 2018. p. 29).

As respostas a tais indagações e, conseqüentemente, o implemento dessas funções pelo nexu causal dependem, inevitavelmente, das escolhas político-legislativas de cada sistema jurídico e das teorias causais delas decorrentes, que determinarão a relação que deve existir entre o dano e certa conduta, para que se possa, sob a ótica do direito, identificar qual é a verdadeira causa do dano.

Com o escopo de estabelecer os limites da noção jurídica de causa, desenvolveram-se diversas teorias, de maior ou menor aplicação prática, dentre as quais três se destacam no ordenamento brasileiro: (i) teoria da equivalência das condições; (ii) teoria da causalidade adequada; e (iii) teoria da causa direta e imediata ou do dano direto e imediato, também denominada teoria da interrupção do nexu causal, a qual, sob a vertente da subteoria da necessariedade, prevalece no sistema brasileiro. Para não correr o risco de ser enfadonha, neste parecer as referências às teorias serão comedidas, apenas para fundamentar a opinião exarada da segunda parte do texto.

De acordo com a teoria da equivalência das condições, é causa toda condição da qual dependeu a produção do resultado, sem considerar sua maior ou menor proximidade ou importância em relação ao dano em questão. Para essa teoria, todas as condições são equivalentes. Tanto as causas quanto as condições assumem, indistintamente, funções de concausas. Tal equivalência decorreria da assertiva de que todo efeito tem uma multiplicidade de condições e cada uma delas é necessária para a produção do resultado. Assim, uma relação de causalidade só poderia existir entre uma “concausa” e sua consequência quando for possível afirmar que tal consequência não teria ocorrido não fosse a atuação daquela “causa”, isto é, quando não se puder eliminar a “causa” sem prejuízo da consequência.

No direito civil, há tempos essa teoria já vem sendo considerada ultrapassada por alargar sobremaneira a cadeia causal, transformando-a numa série sem fim.¹³ Esta é a principal crítica que lhe é dirigida: com essa teoria, em rigor, todos que, de alguma forma, se envolveram no evento danoso, correm o risco de vir a responder pelo dano, ainda que não o tenham causado, gerando transbordamentos inevitáveis e ensejando regressões infinitas a causas anteriores, que quase sempre levam a decisões equivocadas. A grande oposição que se faz à teoria da equivalência dos antecedentes causais, todavia, diz respeito ao seu excessivo apego à causalidade natural.¹⁴ Com efeito, ao lado da causalidade natural (física

¹³ ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas conseqüências. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1980. p. 373; CRUZ, Gisela Sampaio da. *O problema do nexu causal na responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 52.

¹⁴ Com efeito, a teoria da equivalência dos antecedentes causais apresenta “uma latitude incomensurável, quando leva em conta os efeitos naturalísticos do fato ilícito” (MONTENEGRO, Antônio Lindbergh C. *Responsabilidade civil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 1996. p. 334).

e psíquica), há que se levar em conta os limites objetivos traçados pelo sistema jurídico, sob pena de se chegar a resultados descabidos.

A teoria da causalidade adequada, por sua vez, examina a adequação da causa em função da probabilidade de determinado resultado vir a ocorrer, tendo em vista a experiência comum. Indaga-se se a relação de causa e efeito existe sempre, em casos da mesma natureza, ou se existiu em determinado caso, por força de circunstâncias especiais e extraordinárias. Apenas no primeiro caso o agente ofensor deve ser responsabilizado.¹⁵

De acordo com a teoria da causalidade adequada, quanto maior é a probabilidade com que determinada causa se apresente para gerar um dano, tanto mais adequada é em relação a esse dano. Assim, diante de uma pluralidade de circunstâncias que influenciaram o evento danoso, indaga-se qual delas, em tese, poderia ser considerada apta a causar o resultado. Respondida esta primeira pergunta, questiona-se se essa causa, apta no plano abstrato para causar o dano, é também hábil segundo as leis naturais, com base naquilo que comumente acontece.

Não basta, então, que um fato seja condição de um evento; é preciso que se trate de uma condição que provoque o mesmo resultado de maneira regular. Este é o denominado “juízo de probabilidade”, realizado em abstrato – e não em concreto, considerando os fatos como efetivamente ocorrerem –, cujo objetivo é responder se a ação ou omissão do sujeito era, por si só, capaz de provocar normalmente o dano. A teoria envolve, assim, a construção de um método a ser empreendido pelo julgador, que deverá retroagir mentalmente até o momento da ação ou omissão para estabelecer se essa conduta era ou não adequada para produzir o dano. Realiza-se, assim, uma “prognose póstuma”, já que o julgador se coloca no momento da ação, como se o resultado não tivesse ocorrido, a fim de determinar sua probabilidade.

A causalidade adequada, portanto, verifica “o comportamento do lesante para ver se, em abstrato, ele é ou não idóneo a produzir um dano daquele tipo”.¹⁶ Por isso mesmo, afirma-se que a teoria da causalidade adequada surge como forma de limitar a responsabilidade civil às consequências prováveis de determinada ação ou

¹⁵ Segundo Agostinho Alvim: “pergunta-se, tal relação de causa e efeito existe sempre, em casos dessa natureza, ou existiu nesse caso, por força de circunstâncias especiais? Se existe sempre, diz-se que a causa era adequada a produzir o efeito; se somente uma circunstância acidental explica essa causalidade, diz-se que a causa não era adequada” (*Da inexecução das obrigações e suas consequências*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1980. p. 369).

¹⁶ BARBOSA, Ana Mafalda Castanheira Neves de Miranda. *Lições de responsabilidade civil*. Cascais: Princípia, 2017. p. 260. Paulo Mota Pinto anota que, “seguindo esta doutrina, a jurisprudência do Reichsgericht afirmou que existe um nexo de causalidade adequado se um facto era em geral adequado, e não apenas em circunstâncias particularmente originais, totalmente improváveis e negligenciáveis segundo o curso normal das coisas, para a realização de um resultado” (*Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo*. Coimbra: Coimbra Editora, 2008. v. 2. p. 931-932).

omissão, tratando-se, portanto, da única dentre o grupo das teorias clássicas que se vale da ideia da probabilidade para fins de delimitação do nexo de causalidade.

Embora em comparação com a teoria da equivalência das condições a teoria da causalidade adequada reduza o espectro de “causas em potencial” a ser considerado pelo intérprete, também deve ser, em sua essência, afastada, já que nem sempre a causa que em abstrato se mostra a mais apta revela-se, no caso concreto, como a geradora do dano. Além disso, o caráter *adequado* da causalidade associa-se ao grau de probabilidade do dano e a um exame que, em essência, não deixa de ser subjetivo, o que não representa certeza para fins de imposição do dever de reparar.¹⁷

Já segundo a teoria do nexo causal direto e imediato, somente o dano derivado de causa direta e imediata poderá ser ressarcido. Com o objetivo de explicar o sentido e alcance da expressão “direto e imediato”, várias escolas surgiram, tentando descobrir a fórmula perfeita que pudesse resolver todas as hipóteses. A que teve mais êxito ao explicar o significado da expressão “direto e imediato” foi a denominada escola da necessidade, segundo a qual o dever de reparar só surge quando o evento danoso é efeito necessário de determinada causa. Isto é, o agente só pode ser responsabilizado se ficar provado que o dano decorre, *necessariamente*, da sua conduta. Assim, ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, este só responderá pelos danos que sejam consequência *necessária* do inadimplemento, mas não pelos originados de outras consequências não necessárias, de mera ocasião.

A legislação brasileira consagrou, no art. 403 do Código Civil,¹⁸ a teoria do dano direto e imediato. A partir de sua interpretação, apenas se consideram causas aquelas vinculadas ao dano de forma *direta e imediata*. O legislador se recusou a sujeitar o autor do dano a todas as nefastas consequências do seu ato, quando já não ligadas a ele diretamente, exatamente para que o autor do dano não tenha que responder ilimitadamente.¹⁹

Embora muitos sejam os fatores que contribuem para a produção do dano, nem por isso se deve elevar todos à categoria de causa, mas tão somente os que

¹⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 111.

¹⁸ “Art. 403. Ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual”.

¹⁹ Nesses termos, segundo tal teoria: “Suposto certo dano, considera-se causa dele a que lhe é próxima ou remota, mas, com relação a esta última, é mister que ela se ligue ao dano, diretamente. Ela é causa necessária desse dano, porque a ela ele se filia necessariamente; é causa exclusiva, porque opera por si, dispensadas outras causas. Assim, é indenizável todo o dano que se filia a uma causa, ainda que remota, desde que ela lhe seja causa necessária, por não existir outra que explique o mesmo dano. Quer a lei que o dano seja o efeito direto e imediato da inexecução. Ora, a análise destes termos mostra, iniludivelmente, que a lei impõe a existência de um liame entre o inadimplemento da obrigação e o dano, de modo que ao inadimplemento se atribua, com exclusividade, a causa do dano” (ALVIM, Agostinho. *Da inexecução das obrigações e suas consequências*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1980. p. 380-381).

se ligam ao dano em uma relação de necessariedade, a romper o equilíbrio existente entre as outras condições. A teoria do dano direto e imediato distingue, então, entre o conjunto de antecedentes causais, a causa das demais condições. Se várias condições concorrem para o evento danoso, nem todas vão ensejar o dever de indenizar, mas apenas aquela elevada à categoria de causa necessária do dano.

A problemática ao redor do nexo de causalidade não é novidade no direito civil brasileiro. Como já dito, grande parte das dificuldades encontradas pela doutrina civilista em relação ao nexo causal refere-se exatamente (i) à demonstração da possibilidade de um fato gerar determinado resultado e (ii) à identificação da causa que gerou o dano, no caso de múltiplas circunstâncias que tenham contribuído de formas diferentes para um mesmo resultado.²⁰

A teoria do dano direto e imediato mostra-se muito mais apta a enfrentar o problema das condições múltiplas do que as duas anteriormente explicadas, que quase sempre conduzem o julgador a soluções injustas, especialmente a teoria da equivalência das condições.

Diante de um caso concreto, em que se apresentem múltiplas condições concomitantes, ao julgador caberá: (i) identificar qual dessas “causas em potencial” é concretamente preponderante, de modo a excluir as demais; e (ii) quando mais de uma causa tiver relevância decisiva para a produção do resultado, repartir o dever de indenizar entre os corresponsáveis, que podem ou não responder solidariamente, a depender do caso.

Ou seja, no caso de múltiplas “causas em potencial”, caberá ao julgador estabelecer qual delas prepondera no caso concreto, afastando todas as demais que, embora existentes e ligadas ao fato danoso, não são decisivas para o resultado injusto. Afóra os casos em que haja previsão legal ou contratual de solidariedade entre os agentes responsáveis (arts. 932, 933 e 942, todos do Código Civil), o ofensor responde até a medida em que seu ato ou omissão causou o dano (arts. 944 e 945 do Código Civil).

Nesse cenário, reconhece-se que a teoria do dano direto e imediato, sob a vertente da subteoria da necessariedade, prevalece no ordenamento jurídico brasileiro, sendo adotada pelo legislador brasileiro e defendida por grande parte da

²⁰ Quando se observa o fenômeno da concorrência de causas, as causas podem ser classificadas em dois grupos: (i) causas complementares: está-se diante de causas complementares quando duas ou mais causas concorrem para a produção de resultado danoso que, isoladamente, nenhuma delas teria eficácia para causá-lo; (ii) causas cumulativas (também denominadas concorrentes): situação em que cada uma das causas, por si só, teria sido suficiente para a produção do mesmo resultado. Tanto no caso de causas complementares, como no de causas cumulativas, a ocorrência das causas pode se dar de forma simultânea ou sucessiva, sendo que as causas sucessivas geram ainda a dificuldade de se verificar eventual interrupção do nexo de causalidade.

doutrina,²¹ não obstante a jurisprudência ainda oscile. Em caso considerado paradigmático, o Supremo Tribunal Federal posicionou-se a favor da teoria do dano direto e imediato.²² Há precedentes do Superior Tribunal de Justiça a favor de uma e de outra teoria,²³ mas, a despeito das teorias nominalmente invocadas no texto das decisões, o fato é que os tribunais brasileiros costumam investigar, em concreto, qual a causa mais eficiente – no sentido de *necessária* – para a produção do dano.²⁴

Assim, ainda que muitos fatores tenham de algum modo contribuído para a produção do dano, nem por isso todos eles devem ser considerados sua causa, isto é, nem todos poderão ser qualificados como causa juridicamente relevante, mas tão somente os que se ligam ao dano em uma relação de *necessariedade*, a romper o equilíbrio existente entre as demais condições que cercam o evento danoso. Assim é que, se várias condições concorrem para o evento danoso, nem todas vão ensejar o dever de indenizar, mas apenas aquela que pode ser elevada à categoria de causa necessária do dano.

2.3 A (ir)ressarcibilidade do dano por ricochete no direito brasileiro

De acordo com o direito brasileiro, como já mencionado, somente os danos diretos e imediatos que forem consequência *necessária* do inadimplemento são indenizáveis, por força do citado art. 403 do Código Civil.²⁵ Embora esteja localizado

²¹ Em defesa da teoria do dano direto e imediato: ALVIM, Agostinho. *Da inexecução das obrigações e suas consequências*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1955. p. 372; SILVA, Wilson Melo da. *Responsabilidade sem culpa*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1974. p. 129; GOMES, Orlando. *Obrigações*. 15. ed. Atualização de Humberto Theodoro Júnior. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 275; CHAVES, Antônio. *Tratado de direito civil: responsabilidade civil*. São Paulo: RT, 1985. v. 3. p. 579; TEPEDINO, Gustavo. Notas sobre o nexo de causalidade. *Revista Trimestral de Direito Civil – RTDC*, Rio de Janeiro, ano 2, v. 6, p. 3-19, abr./jun. 2001. p. 14; GONÇALVES, Carlos Roberto. *Responsabilidade civil*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 524; ALONSO, Paulo Sérgio Gomes. *Pressupostos da responsabilidade civil objetiva*. São Paulo: Saraiva, 2000. p. 168; LOPEZ, Teresa Ancona. *Nexo causal e produtos potencialmente nocivos: a experiência do tabaco brasileiro*. Tese (Livre-Docência) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, maio 2001. p. 15; BENJAMIN, Antônio Herman V. Responsabilidade civil pelo dano ambiental. *RDA*, n. 9, p. 5-52, jan./mar. 1998. p. 46.

²² STF, 1ª T, RE nº 130764-1/PR. Rel. Min. Moreira Alves, j. 12.5.1992. No mesmo sentido: STF, Tribunal Pleno, RE nº 608.880/MT. Rel. Min. Marco Aurélio, j. 8.9.2020.

²³ Há precedentes do próprio STJ a favor de uma e de outra. A favor da causalidade adequada: STJ, 3ª T., REsp nº 1.615.977/DF. Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. 27.9.2016; a favor da teoria do nexo causal direto e imediato: STJ, 3ª T., REsp nº 1.557.978/DF. Rel. Min. Moura Ribeiro, j. 3.11.2015.

²⁴ Exemplificativamente: STJ, 4ª T., AgInt no REsp nº 1.401.555/MG. Rel. Min. Raul Araújo, j. 3.10.2022.

²⁵ A exceção que se abre à regra geral de que o direito à indenização cabe apenas a quem sofreu diretamente o dano revela-se nos casos em que eventual indenização seja pleiteada por aqueles que tenham vínculo pessoal com o sujeito lesado diretamente pelo ato do agente. Nesse sentido, como aponta Judith Martins-Costa: “A jurisprudência vem reconhecendo, dentro de certos limites, a indenizabilidade do dano indireto (por ricochete ou dano reflexo) a ser concedida aos que têm um vínculo pessoal com o lesado (seus filhos,

no capítulo do Código Civil que trata do inadimplemento, o referido dispositivo se aplica tanto à responsabilidade contratual, quanto à responsabilidade extracontratual, e afasta a indenização dos danos por ricochete.²⁶

O dano reflexo ou por ricochete é aquele cuja lesão é direcionada a determinada pessoa (vítima direta), mas o dano rebate em outra (vítima indireta), como o reflexo de um corpo ou de um projétil qualquer depois do choque com o chão.²⁷ O dano por ricochete deixa de ser consequência direta e imediata (*necessária*) da conduta do ofensor e, por isso mesmo, via de regra, não é indenizável.

Para a análise do nexo de causalidade, não é, pois, a distância temporal que importa, mas antes a distância lógica que separa o dano da conduta do agente.²⁸ Nesses termos, a causa direta e imediata nem sempre é a mais próxima do dano, mas, sim, aquela que necessariamente o ensejou, que lhe deu causa. Isso, porque não basta a distância temporal entre a conduta lesiva e o dano para o rompimento do nexo causal.

Assim, os desdobramentos do evento danoso que estejam temporalmente distantes da conduta do agente que lhes deram causa até podem ser passíveis de ressarcimento, contanto que sejam consequência direta e imediata de um ato ilícito. Dito de outro modo, todos os desdobramentos do evento danoso que estejam necessariamente ligados à conduta do agente devem ser reparados pelo agente ofensor.

o cônjuge, a companheira ou o companheiro, ou um dependente pensionista). Compreende-se o cuidado dos Tribunais em não ampliar demasiadamente a indenizabilidade deste tipo de dano" (MARTINS-COSTA, Judith. In: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (Coord.). *Comentários ao Novo Código Civil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 5. t. 2. p. 531-533).

²⁶ Como explica Caio Mário da Silva Pereira: "Não é, portanto, indenizável o chamado 'dano remoto', que seria consequência 'indireta' do inadimplemento, envolvendo lucros cessantes para cuja efetiva configuração tivessem de concorrer outros fatores que não fosse apenas a execução a que o devedor faltou, ainda que doloso o seu procedimento (*Instituições de direito civil*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. v. 2. p. 318).

²⁷ Na lição de Sergio Cavalieri Filho: "Os efeitos do ato ilícito podem repercutir não apenas diretamente sobre a vítima, mas também sobre pessoa intercalar, titular de relação jurídica que é afetada pelo dano não na sua substância, mas na sua consistência prática. Fala-se, então, em dano direto e indireto" (*Programa de responsabilidade civil*. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2022. p. 131).

²⁸ Tome-se o exemplo de Agostinho Alvim: "Vejam, agora, o dano que, não obstante remoto, é consequência necessária do inadimplemento da obrigação, visto não haver interveniência de nenhuma outra causa. Alguém dá em arrendamento uma casa, permitindo a sublocação. Mas o senhorio é vencido, posteriormente, em ação reivindicatória; e o contrato de locação, como consequência, deixa de subsistir. Surge, para o locador, a obrigação de indenizar. Seria dano direto do locatário, indiscutivelmente, a diferença a mais que tivesse que pagar por uma casa semelhante, por ter havido alta de alugueres. Mas, se o locatário subalugasse cômodos dessa pensão, e, por força da rescisão, tivesse que indenizar hóspedes e empregados? Estes danos, é certo, não se ligam imediatamente à primeira causa. Todavia, como para o seu aparecimento não concorreu nenhuma outra causa, a consequência é que o dano será indenizável, dada a absoluta ligação entre a primeira causa e o último dano" (*Da inexecução das obrigações e suas consequências*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1980. p. 389-390).

No entanto, via de regra, os danos remotos não são indenizáveis, porque quase sempre deixam de ser efeitos necessários da conduta do agente, em razão da ocorrência de outras concausas que interrompem a primeira série causal. E, havendo a interrupção do nexu causal, não há que se falar em reparação pelo agente que praticou a conduta inicial.

Ocorrerá a interrupção do nexu causal toda vez em que, devendo impor-se um determinado resultado como consequência do desenrolar normal de certos acontecimentos, tal resultado não se verifica porque sobrevém outra circunstância anterior ao resultado esperado (causa estranha) que é influente e decisiva para a produção do resultado danoso, interrompendo a cadeia causal.

No caso concreto, não há nexu causal direto e imediato entre a conduta do administrador – o verdadeiro responsável pelas informações falsas – e o alegado dano ao patrimônio dos acionistas, que no máximo seria um reflexo do ato lesivo praticado pelos administradores em prejuízo da própria Companhia. Trata-se, portanto, de exemplo clássico de dano por ricochete, não indenizáveis no direito brasileiro via de regra, porque a conduta dos ex-administradores não se conecta, de forma direta e imediata, com os supostos prejuízos reflexos experimentados pelos investidores.

Admitir o ressarcimento dos investidores traria um problema de ordem sistêmica, porque equivaleria a autorizar uma indenização dúplice por um mesmo dano, que produz um efeito direto na Companhia, mas apenas indireto ou remoto ao investidor que é também acionista. Dessa forma, se a Companhia for indenizada pelos danos diretos que sofreu, o acionista também será ressarcido indiretamente, não sendo admissível que o acionista seja duplamente reparado, sob pena de caracterizar verdadeiro *bis in idem* em desfavor dos ex-administradores da Z.

Se as ações são, nas palavras de Tullio Ascarelli, “bens de segundo grau”,²⁹ é preciso reconhecer que, quando a própria Companhia sofre um dano, a avaliação de suas ações também sofrerá redução, pelo menos do seu valor patrimonial. Assim, portanto, o “bem de segundo grau” que é de titularidade do acionista sofre, por reflexo, desvalorização decorrente da perda patrimonial.³⁰

²⁹ Segundo Tullio Ascarelli: “La materializzazione di questa posizione nelle azioni, a loro volta concepite come cose (data la loro qualità di titoli di credito e forse più esattamente potrebbe dirsi (titoli valore) porta perciò alla costituzione di beni che ho chiamato, di secondo grado, appunto perché le azioni sono alla fine rappresentative di diritti relativi a beni che pur sempre economicamente appartengono, attraverso la collettività di cui è parte, al titolare delle azioni stesse. Questa duplicazione corrisponde appunto alla contrapposizione tra la collettività e la posizione del socio come membro di questa e perciò al fine alla distinzione tra diritto e poteri della collettività e diritto e poteri del singolo, ma pur sempre nei riguardi degli stessi beni” (Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società. In: *Saggi di Diritto Commerciale*. Milão: Giuffrè, 1955. p. 239-240).

³⁰ Como explica Bulhões Pedreira: “A companhia tem patrimônio próprio e o dano a esse patrimônio não tem efeito direto nos patrimônios dos seus acionistas; estes são, todavia, titulares de direito de participar

Nessa esteira, embora envolvendo ação movida contra o administrador, a Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça já reconheceu que, se o patrimônio da companhia sofre prejuízos por efeito de ato ilícito praticado por administrador, a legitimidade ativa para propor a demanda que visa a obtenção de indenização por tais prejuízos é da companhia, e não do acionista que teve seu patrimônio lesado apenas indiretamente.³¹

No mesmo sentido, em pelo menos três outras oportunidades, a Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça também já ressaltou ser “parte ilegítima para ajuizar a ação individual o acionista que sofre prejuízos apenas indiretos por atos praticados pelo administrador ou pelos acionistas controladores da sociedade anônima”.³² Esse é também o posicionamento dos Tribunais de Justiça estaduais, que reputam indireto o dano sofrido pelo acionista quando consubstanciado na desvalorização das suas ações.³³

A valorização do preço das ações em decorrência da melhora das condições patrimoniais da companhia, que deve ser ressarcida pelo ofensor, é, por via transversas, o meio adequado de o acionista receber indiretamente a sua indenização. Afinal, se o dano do acionista é indireto, a sua indenização também há de ser.

Nesse tipo de situação, não há como se sustentar que o acionista sofre um dano individual, autônomo, independente e distinto do dano social, experimentado pela própria companhia. É inegável que a natureza dos bens em discussão – ações, “bens de segundo grau” – influenciam essa análise.

nos lucros sociais e no acervo da companhia, em caso de liquidação que fundamentam o conceito de ‘prejuízo indireto’ do sócio: a) todo lucro da companhia pode eventualmente transformar-se – sob a forma de dividendo ou de rateio do acervo líquido – em aumento dos patrimônios dos seus acionistas, e o ato do administrador que causa prejuízo ao patrimônio da companhia, diminuindo o lucro social, pode ser causa de prejuízo indireto ao acionista – na medida em que diminua o dividendo a ele distribuído ou a quota-parte no acervo líquido por ele recebida em caso de liquidação; b) o valor econômico da ação resulta, em última análise, daqueles dois direitos de participação; e do prejuízo causado ao patrimônio da companhia pode decorrer – indiretamente – diminuição do valor da ação, na medida em que influencie, de modo relevante, a avaliação da ação com base no lucro ou no patrimônio líquido da companhia” (Responsabilidade civil do diretor de S.A. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 598-599).

³¹ Nesse sentido: “Processual civil e societário. Ação proposta por acionistas minoritários em face de administradores que supostamente subcontabilizam receitas. Ajuizamento de ação individual para ressarcimento de danos causados à sociedade empresária. Ilegitimidade ativa reconhecida. Os danos diretamente causados à sociedade, em regra, trazem reflexos indiretos a todos os seus acionistas. Com o ressarcimento dos prejuízos à companhia, é de se esperar que as perdas dos acionistas sejam revertidas. Por isso, se os danos narrados na inicial não foram diretamente causados aos acionistas minoritários, não detém eles legitimidade ativa para a propositura de ação individual com base no art. 159, §7º, da Lei das Sociedades por Ações. Recurso Especial não conhecido” (STJ, 3ª T., REsp nº 1.014.496/SC. Rel. Min. Nancy Andrighi, j. 4.3.2008).

³² STJ, 4ª T., REsp nº 1.214.497/RJ. Rel. Min. João Otávio De Noronha. Rel. p/ Acórdão Min. Raul Araújo, j. 23.9.2014. No mesmo sentido: STJ, 4ª T., REsp nº 1.207.956/RJ. Rel. Min. João Otávio de Noronha, j. 23.9.2014; STJ, 4ª T., REsp nº 1.002.055/SC. Rel. Min. Aldir Passarinho Junior, j. 9.12.2008.

³³ *vide* TJ/RJ, 2ª CC., AC nº 0128905-98.2012.8.19.0001. Rel. Des. Claudia Telles de Menezes, j. 1º.9.2015; TJ/RS, 9ª CC, AC nº 70020874830. Rel. Des. Tasso Caubi Soares Delabary, j. 18.6.2008.

Essa é também a opinião de Marcelo Vieira von Adamek, para quem “o dano social sempre causa dano individual indireto ao acionista, porém não legitima a propositura de ação individual”.³⁴ Nesse mesmo sentido, segue a opinião de Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto³⁵ e, com fundamentação sutilmente diferente, de Ana Carolina Weber.³⁶

Em regra, portanto, está correto afirmar que o direito brasileiro só indeniza o dano direto e imediato. Em situações muito excepcionais, admite-se o ressarcimento do “dano por ricochete”, que não decorre diretamente da conduta ilícita em si, mas antes de um efeito da conduta ilícita, desde que “demonstrado que deriva necessariamente do ato praticado, sem a concorrência de outras causas sucessivas ou mais relevantes”.³⁷ Esta tem sido a orientação adotada tradicionalmente pelo direito brasileiro, buscando-se sempre o liame de *necessariedade* entre causa e efeito, de modo que o resultado danoso seja consequência direta e imediata do fato lesivo.

Como dito, excepcionalmente, a jurisprudência brasileira até admite a indenização de danos indiretos, mas apenas em situações em que (i) o dano decorre *necessariamente* da conduta do ofensor e (ii) não há dúvidas de que a vítima por

³⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 391. Na sequência desse trecho, ainda explica Adamek: “Os danos sociais, isto é, aqueles sofridos pela companhia, sempre acabam por se traduzir em dano indireto para seus acionistas: seja porque as ações são bens de segundo grau (pois, por equivalência patrimonial, refletem no seu valor as oscilações patrimoniais, positivas ou negativas, da companhia), de modo que todo prejuízo experimentado pela companhia pode gerar a diminuição do valor das ações; seja, ainda, porque o prejuízo da companhia pode afetar o lucro social e, com isso, diminuir o montante do lucro distribuível aos acionistas sob a forma de dividendos. Todavia, esses danos são diretos e experimentados pela sociedade e que, de forma indireta, atingem os acionistas: não individualmente, mas como membros do ente coletivo, na exata proporção de suas participações no capital da sociedade [...]. Na realidade, os danos individuais indiretos (que são danos sociais diretos) são ressarcidos unicamente pela forma indireta. Vale dizer, assim como o prejuízo experimentado pelo acionista é indireto, a reparação também é indireta, por meio da reparação do dano social: propondo a ação social, sob a forma *ut universi* ou *ut singuli*, os resultados dessa ação são ao final deferidos à companhia (LSA, art. 159, §5º); e com isso, recomposto o patrimônio social, dá-se indiretamente a reparação do dano sofrido pelo acionista, com a recomposição do valor de suas participações societárias” (*Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 391-395).

³⁵ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações anotada*. 3. ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2010. p. 415.

³⁶ De forma sutilmente diferente, Ana Carolina Weber chega também à conclusão de que “o dano indireto do acionista pressupõe o dano direto sofrido pela companhia, o qual é anterior àquele imputado ao patrimônio individual do acionista. Há, do ponto de vista do acionista, concausas sucessivas, sendo que a primeira causa consiste no ato praticado pelo administrador e, a segunda, na alteração do patrimônio da companhia em decorrência deste ato. Embora possa haver relação de *necessariedade* entre o ato do administrador e a alteração do patrimônio do acionista, o dano ao patrimônio social interrompe o nexo causal direto e imediato entre a conduta do administrador e o prejuízo ao patrimônio individual do acionista (artigo 403 do Código Civil)” (Danos causados pelos administradores aos acionistas: limites à reparação. *AGIRE – Direito Privado em Ação*, n. 21, 2022. Disponível em: <https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire21>. Acesso em: 21 nov. 2023).

³⁷ TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. *Código Civil comentado*. São Paulo: Atlas, 2008. v. 4. p. 377-378.

ricochete sofreu prejuízos distintos daquela que foi diretamente afetada pela conduta ilícita. Definitivamente, não é o caso dos danos reflexos alegadamente sofridos pelos acionistas da Companhia.

Admite-se a indenização do dano por ricochete no caso de morte da vítima. Além do “pagamento das despesas com o tratamento da vítima, seu funeral e o luto da família” (art. 948, inc. I, do Código Civil), as pessoas que viviam na sua dependência econômica ainda podem pleitear alimentos, “levando-se em conta a duração provável da vida da vítima” (art. 948, inc. II, do Código Civil), mas essa é uma exceção expressa em lei e que apenas confirma a regra geral de que os danos por ricochete não são indenizáveis no nosso ordenamento.³⁸

Ainda no campo do dano patrimonial, os tribunais têm admitido a indenização do dano reflexo em situações bem específicas, como no caso, por exemplo, do maestro que, vindo ao Brasil realizar um concerto, teve as suas partituras extraviadas no voo, o que restou por impossibilitar a realização do espetáculo. Para além da ação movida pelo maestro contra a companhia aérea (em razão da perda das partituras), a produtora do evento também ajuizou ação contra a companhia aérea pelos danos decorrentes da necessária remarcação do evento.³⁹

Levada a questão ao Superior Tribunal de Justiça, discutiu-se, à luz do conceito de consumidor por equiparação constante do art. 17 do Código de Defesa do Consumidor, se a produtora do evento possuía legitimidade ativa para mover ação contra a companhia aérea, uma vez que o contrato de transporte fora firmado entre o maestro e a companhia aérea. O voto-vencedor, de lavra do Ministro Luis Felipe Salomão, entendeu que, em que pese a inaplicabilidade do art. 17 do Código de Defesa do Consumidor, o caso deveria ser analisado em consonância com a teoria geral da responsabilidade civil e a produtora teria legitimidade para propor a ação em razão da responsabilidade extracontratual da companhia aérea “pelos danos, em ricochete, ocasionados à autora em virtude daqueles gerados ao maestro pelo extravio de suas bagagens, com o qual possuía uma relação de dependência/subordinação”.

Observe-se que, nesse caso, o dano sofrido pela produtora do evento (gastos com a remarcação do *show*), por mais que decorrentes do mesmo incidente (extravio de bagagem), possui completa autonomia em relação ao dano sofrido pelo

³⁸ Nesse sentido, segue a lição de Sérgio Cavalieri Filho: “Os danos reflexamente causados a terceiros, destarte, sem violação de qualquer relação contratual ou extracontratual, não encontram cobertura direta, nem na responsabilidade aquiliana, nem na responsabilidade contratual, porque não decorrem diretamente do ato ilícito. A única exceção que a lei abre à regra geral de que o direito à indenização cabe apenas a quem sofreu diretamente o dano é no caso de morte da vítima; admite-se, como veremos, que a indenização seja pleiteada por aqueles que viviam sob sua dependência econômica, consoante art. 948, II, do Código Civil” (*Programa de responsabilidade civil*. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2022. p. 133).

³⁹ STJ, 4ª T., REsp nº 753.512/RJ. Rel. Min. João Otávio de Noronha, j. 16.3.2010.

maestro (perda das partituras). Isto é, o mesmo evento foi causa *necessária* para ambos os prejuízos, que são distintos entre si, a justificar a indenização do dano por ricochete e, também, a legitimidade ativa da produtora do evento para pleitear os danos oriundos da conduta da companhia aérea.

Caso com a mesma *ratio decidendi* desenrolou-se no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, em que, após o furto do carro de posse de soldado da Polícia Militar no estacionamento de uma instituição privada de ensino, o Estado de São Paulo moveu ação contra a universidade, tendo-se em vista que o fardamento de bombeiro (de propriedade do Estado) estava no interior do veículo e também fora surrupiado (aqui, em realidade, sequer se trata verdadeiramente de um dano indireto).⁴⁰

Na decisão, o Tribunal estadual paulista entendeu que a falta de vigilância por parte da instituição de ensino “redundou na subtração, por via oblíqua, do fardamento de bombeiro que estava no interior do veículo furtado do pátio do estacionamento oferecido pela Instituição de Ensino de Marília”,⁴¹ situação apta a afirmar que “o dano ocorreu em ricochete”.

Em ambos os casos – tanto no caso do maestro, quanto no caso do bombeiro – o dano só foi indenizado porque (i) decorreu, *necessariamente*, da conduta do agente ofensor; e (ii) tinha absoluta autonomia em relação ao dano sofrido pela vítima diretamente atingida pelo evento danoso. Além disso, nenhum dos bens atingidos eram, por assim dizer, “bens de segundo grau”, cuja reparação já ocorre, indiretamente, quando se recompõe o “bem de primeiro grau”.

Assim, ainda que se possa admitir, em casos excepcionais, que os danos por ricochete são passíveis de serem indenizados, deve-se efetuar “controle rigoroso do leque de vítimas por ricochete para evitar a ocorrência de abusos com a ampliação indevida do rol de pessoas legitimadas para buscar a reparação, deixando-se essa tarefa a cargo do juiz no exame de cada caso, o que definido por uma avaliação concreta da situação pessoal das vítimas por ricochete”, como sempre defendeu o saudoso Ministro Paulo de Tarso Sanseverino.⁴²

2.4 A análise da relação causal no caso concreto

Por meio da adoção da teoria do dano direto e imediato, o nexo de causalidade que precisa ser estabelecido entre a falha informacional e o dano é aquele *necessário*, direto e imediato, avaliado com base nas circunstâncias do caso

⁴⁰ TJ/SP, 7ª CDPúb., AC nº 0159983-31.2006.8.26.0000. Rel. Des. Constança Gonzaga, j. 26.5.2011.

⁴¹ Trecho do voto do relator.

⁴² SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Princípio da reparação integral*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 178.

concreto. Esse liame causal não pode ter sido interrompido por outros fatores ou circunstâncias que tenham influenciado, de forma determinante, a ocorrência do resultado danoso, devendo isso restar cabalmente demonstrado pelos investidores que alegam ter sofrido danos pelas falhas informacionais da Companhia.

A adoção, no caso concreto, de qualquer outra teoria que não a teoria do dano direto e imediato tornaria não apenas demasiadamente simples, mas incorreta a análise do nexo causal. É isso, aliás, que alguns investidores parecem querer defender em suas peças.

Em alguns procedimentos, chega-se ao ponto de alegar que seria desnecessário analisar a situação específica de cada um dos requerentes. Discordo, veementemente, dessa afirmação. O fato de a origem do problema ser a mesma não significa, de forma alguma, que todos os investidores sofreram danos indenizáveis, nem que a indenização eventualmente devida a cada um deles deveria ser a mesma. A falha no dever de informar pode ter sido completamente indiferente para um dos investidores, mas determinante para os demais, por exemplo.⁴³ E, ainda que todos tivessem sido ludibriados por informações falsas, o dano que cada investidor poderia vir a sofrer não deixaria de ser individual e, exatamente por isso, faz toda diferença perquirir a situação específica de cada um deles, como sempre há de acontecer na responsabilidade civil.

Não há qualquer sentido em se tratar todos os investidores da mesma forma, se o dano que cada um deles tem potencial de sofrer é, evidentemente, individual e específico. Dentro do conjunto de investidores, pode haver: (i) quem comprou ações sem sequer conferir as informações divulgadas pela Companhia; (ii) quem comprou ações em razão de outros fatores, que nada tinham a ver com as informações divulgadas; (iii) quem comprou ações em razão de diversos fatores, não sendo as informações divulgadas determinantes para a compra; e, finalmente, (iv) quem comprou ações apenas *em razão* das informações divulgadas. Somente os integrantes do último grupo é que, eventualmente, poderiam fazer jus a alguma indenização e, ainda assim, teriam de comprovar, além dos demais elementos da responsabilidade civil, (i) que sofreram efetivamente prejuízos quando as informações verdadeiras vieram à tona; (ii) que tais prejuízos são consequência necessária da falha do dever de informar; e (iii) que as informações foram a causa para acréscimo no preço das ações da Z quando divulgadas, e a causa para a queda do preço quando desmentidas.

⁴³ Como explica Giovana Benetti: “O que é material ou relevante para um caso pode não ser para outro, devendo ser avaliadas as circunstâncias concretas. Se, por exemplo, o vendedor oculta que o telhado de uma casa está danificado, tal informação pode ser relevante ou não, a depender do contexto: será relevante se o comprador pretender morar na casa, mas será irrelevante se for demoli-la ou se pretender substituir o telhado” (*Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 287).

Afirmações genéricas feitas pelos investidores de que todos foram enganados ou que todos tiveram o mesmo comportamento em razão das mesmas informações pecam pela generalização e simplicidade de argumentação. Sugerem, em realidade, uma análise perigosa da relação causal, primando por uma verdadeira presunção desta, o que não encontra respaldo no ordenamento jurídico brasileiro.

A demonstração do nexu causal não pode ser, de forma alguma, realizada em abstrato, a partir de meras suposições ou probabilidades incertas. Na realidade, deve-se afastar não só a aplicação da teoria da causalidade adequada, mas também de qualquer forma de presunção de causalidade, como mais à frente será explicado.

Por outro lado, em algumas das arbitragens, investidores afirmam que informações falsas divulgadas ao mercado “podem” tê-los levado a adquirir ações da Z. O verbo empregado – “podem” – não está ali por acaso.

É necessário ainda ponderar se a alegada falha informacional praticada pela Z contribuiu necessariamente para a produção dos danos sustentados pelos investidores, consistentes na desvalorização das ações da Companhia. Nesses termos, ao pleitear da Companhia indenização pelos danos sofridos, o investidor deverá demonstrar, concretamente, que tomou a sua decisão em razão da informação enganosa divulgada ou omitida pela Companhia e que essa informação, por sua vez, afetou, efetivamente, o valor das ações. Ou seja: o investidor tem o ônus de demonstrar que não só a sua decisão de investimento se pautou nas informações falsas divulgadas, mas também que a falha informacional da Z é causa direta e imediata (necessária) da desvalorização de suas ações.

A doutrina que já se debruçou sobre o tema também é clara quanto ao rigor desse ônus probatório: “[...] o ônus da prova para o investidor é extremamente elevado: de um lado, deve demonstrar que a queda nas cotações se deveu às falhas do prospecto e, em seguida, que a informação omitida ou falseada foi determinante para sua decisão de investimento”.⁴⁴

Apenas por meio dessa demonstração específica é que se haveria uma aplicação consentânea com a teoria do dano direto e imediato. A falha na correta divulgação da informação realmente só terá relevância na responsabilização da companhia “quando ela for capaz de afetar a decisão dos investidores e causar-lhes prejuízo. A ilicitude não ocorrerá pela simples divulgação da informação incorreta”.⁴⁵

⁴⁴ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 250.

⁴⁵ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. *Seminário Código*

Nesse cenário, cabe ao investidor o ônus de demonstrar que a sua perda patrimonial, decorrente da desvalorização das ações da Z, foi causada necessária e imediatamente pela informação omitida ou falsamente divulgada pela Companhia ao mercado, e não por qualquer outro fator que possa ter influenciado a cotação dos valores mobiliários.

No direito brasileiro, quando isso acontece, tradicionalmente os acionistas movem ações de responsabilidade contra os administradores, que adulteraram as informações divulgadas ao mercado, e não contra a Companhia – até porque o dever de informar é deles, na forma do art. 157 da Lei das Sociedades Anônimas.

No conjunto de casos objeto deste parecer, é evidente que a decisão de investir em ações da Z não foi influenciada ou afetada tão somente pelas informações divulgadas pela Companhia, muito menos apenas pelas informações que os investidores agora alegam falsas. A Z é uma grande companhia brasileira. Há diversos outros fatores – inclusive políticos – que influenciam a decisão dos investidores, como já mencionado. E cada investidor parte da sua própria visão sobre o investimento e é influenciado de uma forma particular, não havendo que se falar em um único fator que teria influenciado, decisivamente e ao mesmo tempo, todos os investidores a adquirir as ações da Z.

No mercado de valores mobiliários, há diversos tipos de investidores, com diferentes estratégias e distintas capacidades de análise das informações disponíveis. Consequentemente, os investidores possuem variadas interpretações sobre o retorno e sobre os riscos de cada valor mobiliário, bem como estão sujeitos a predisposições que os afastam até mesmo de escolhas racionais. Nesse sentido, a doutrina explica o seguinte:

[...] o preço de equilíbrio de dado valor mobiliário reflete, em verdade, estimativas e projeções absolutamente diversas por parte dos investidores, que, conjuntamente, não refletirão necessariamente o valor intrínseco daquele ativo, ainda que todas as informações necessárias à tal avaliação fossem obrigatoriamente divulgadas.

Ao assumirmos que os investidores possuem expectativas heterogêneas em relação aos riscos e retornos associados à titularidade de uma ação, temos como consequência, inclusive, que o preço desta pode ser alterado por várias razões absolutamente independentes de qualquer alteração no valor da companhia a ela subjacente ou das

Civil e o Mercado de Valores Mobiliários – Artigos Selecionados, 2018. p. 82. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/apresentacoes_tecnicas/anexos/Seminario_Codigo_Civil_e_o_Mercado_de_Valores_Mobilisrrios_Artigos_Selecionados.pdf. Acesso em: 31 out. 2023.

informações divulgadas a seu respeito, mas apenas a partir da alteração desse conjunto de expectativas heterogêneas.⁴⁶

Para além disso, fato é que o mercado de valores mobiliários não é dominado apenas por investidores de longo prazo e que negociam exclusivamente em função dos fundamentos econômicos subjacentes aos valores mobiliários, mas também por investidores que têm “agendas” de curto e médio prazo:

O mercado, em verdade, é dominado por investidores de perfis bastante diversos, que operam a partir de premissas muitas vezes opostas e adotando estratégias de negociação complexas, envolvendo, por exemplo, operações simultâneas de compra e venda no mercado à vista, de opções, de empréstimo de ativos etc.

Nesse contexto, importante ressaltar que, *para uma parcela significativa dos investidores, as informações divulgadas pelo emissor dos valores mobiliários são pouco relevantes*, pois tais investidores definem suas estratégias de investimento apenas a partir do comportamento dos preços dos valores mobiliários em um determinado período, em busca de ganhos mais imediatos, inclusive por meio das chamadas operações de day-trade, que respondem por parcela substancial dos volumes diários negociados em bolsa, ou de estratégias que envolvem operações simultâneas com diversos valores mobiliários em diferentes tipos de mercado. *Esse tipo de investidor* que, muitas vezes, procura obter ganhos apenas a partir da volatilidade dos preços de um determinado valor mobiliário dentro de um curto período ou estabelecer travas de ganho e de perda mediante a realização conjunta de operações em mercados à vista e futuros *não possui necessariamente interesse nos fundamentos econômicos do emissor e não negocia necessariamente com base nas informações por ele divulgadas.*

A esse respeito, vale notar que grande parte dos volumes financeiros negociados nos mercados secundários de valores mobiliários ao redor do mundo é resultado de operações realizadas pelos chamados investidores de alta frequência (high frequency traders – HFT), verdadeiros robôs que enviam milhares de ordens de compra e venda de valores mobiliários por segundo com base em complexos algoritmos que ditam estratégias automáticas de investimento orientadas apenas pela variação dos preços em determinados intervalos de tempo, buscando obter pequenos ganhos por negócio a partir das oscilações daqueles preços.

⁴⁶ PITTA, André Grünspun. Falhas informacionais, danos a investidores e a hipótese dos mercados eficientes: reflexões necessárias. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 68, p. 137-167, jan./mar. 2021.

*São, portanto, investidores que negociam sem considerar qualquer fundamento econômico associado aos valores mobiliários a partir das informações divulgadas por seus emissores, mas apenas com base nas oscilações de preço dentro de pequenos lapsos temporais.*⁴⁷ (Gri-fos nossos)

Nesses termos, mostra-se imprescindível que o exame do nexo causal entre as supostas falhas informacionais da Z e os alegados prejuízos sofridos pelos investidores leve em consideração as particularidades dos investidores envolvidos, reforçando-se a necessidade de que seja demonstrado (i) que o investidor tomou a sua decisão de investir em razão da informação enganosa divulgada ou omitida pela Companhia e (ii) que essa informação, por sua vez, afetou, efetivamente, o valor das ações, tanto no momento quando divulgada, quanto no momento em que desmentida.⁴⁸

Vários são os fatores que influenciam a oscilação do preço das ações da Companhia, ainda mais se forem levadas em consideração as peculiaridades políticas que envolvem a Z e sua posição no mercado. Se a conjunção de fatores que influencia o valor das ações de uma companhia aberta normal já é grande, sendo o mercado de ações reconhecidamente um setor de alto risco,⁴⁹ ainda maior será este quando se está diante de uma companhia como a Z, que se submete a uma

⁴⁷ PITTA, André Grünspun. Falhas informacionais, danos a investidores e a hipótese dos mercados eficientes: reflexões necessárias. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 68, p. 137-167, jan./mar. 2021.

⁴⁸ Nesse sentido, pode-se citar caso julgado pelo TJ/SP, em que se analisou pedido de ressarcimento realizado por investidor que adquiriu ações do Banco Panamericano, mas que depois foi surpreendido com notícias de que o referido Banco mascarou sua concreta situação econômica, apresentando patrimônio e resultados fraudulentos. Alegando que tais informações fizeram despencar os valores dos papéis que adquiriu, o investidor requereu a condenação do Banco ao pagamento de indenização pelos danos materiais (pelo maior preço histórico alcançado pelos valores acionários nos últimos doze meses) e morais sofridos, bem como por lucros cessantes. No caso, a ocorrência da fraude nos balanços contábeis do Banco Panamericano era fato incontroverso e não contestado pelo Banco. Em sua decisão, a 2ª Turma Reservada de Direito Empresarial do TJ/SP, além de ter afastado a possibilidade de se responsabilizar a companhia por danos indiretos, ressaltou que o “investimento em bolsa de valores mobiliários é negócio de risco que tem suas regras básicas (ainda que não fixas), havendo rigoroso controle por autarquia federal (Comissão de Valores Mobiliários, vinculada ao Ministério da Fazenda) e no caso em testilha, o apelante (na condição de investidor) ariscou, ainda que motivado em análise subjetiva dos resultados apresentados nos balanços contábeis. Sublinhe-se que a cotação das ações de uma companhia na bolsa de valores não serve como critério para avaliar o perfil da empresa, eis que os parâmetros utilizados no mercado de ações são voláteis, sofrendo especulações de investidores e diversas influências externas. Assim, como ressaltado, tendo em conta que o valor das ações cotado em bolsa de valores sofre oscilações significativas num mesmo dia, esse parâmetro não pode servir como fundamento para verificar o valor mercadológico da empresa. Nessa cadência, o valor do mercado das ações de uma companhia não é fixado com fundamento em seu valor patrimonial, mas sim por especulações financeiras, passíveis de oscilações mercadológicas, derivadas de fatores externos” (TJ/SP, 2ª CRDE, AC nº 1089065-29.2013.8.26.0100. Rel. Des. Ramon Mateo Júnior, j. 10.4.2015).

⁴⁹ “As ações, como se sabe, comportam um risco em si mesmas, inerente à natureza da operação. A cotação das ações no mercado, em decorrência do risco, é algo incerto que varia dia a dia, mês após mês, ano após ano” (STJ, 2ª T., REsp nº 1.025.298/RS. Rel. Min. Massami Uyeda, j. 24.11.10).

relevantíssima influência política e assume uma posição de notável relevância para a economia nacional. Isso não é algo desconhecido por aqueles que se propõem a adquirir e investir nas ações da Z. Trata-se de risco conhecido e assumido por esses investidores.

O mercado é sujeito a flutuações que não são, necessariamente, causadas pela divulgação de informações pelas companhias. O comportamento dos preços dos valores mobiliários é muito complexo e suas variações “estão muitas vezes associadas a certos aspectos operacionais do mercado ou comportamentais dos investidores, e não apenas por elementos econômico-financeiros associados ao conteúdo das informações divulgadas”.⁵⁰ Nesse sentido, a informação divulgada pela companhia não é o único elemento que influencia a precificação dos valores mobiliários, que está sujeita a diversos outros aspectos que afetam o modo como as informações impactam o preço dos valores mobiliários.

No caso em análise, há um fator adicional: busca-se analisar o curso do preço das ações da Z ao longo de diversos anos. Se, em um único pregão, é difícil identificar com a certeza necessária quais informações foram relevantes para a formação do preço da ação, conseguir realizar a análise em um horizonte de milhares de dias é tarefa impossível.

Nesse exame, não é possível adotar qualquer tipo de presunção de que o valor das ações foi influenciado por tal e qual informação (ou pela ausência dessa), devendo-se afastar, da mesma forma, a comprovação do nexos causal a partir de uma análise probabilística, em abstrato, como mais à frente será explicado. É necessário haver uma demonstração precisa da existência de uma relação de causalidade direta e imediata (*necessária*, portanto) entre a falha informacional e o prejuízo do investidor, estabelecendo-se parâmetros que consigam descartar, de forma concreta, a hipótese de que outros fatores possam ter afetado o valor das ações da Companhia.

2.5 O estudo de eventos como método incompatível com o direito brasileiro para a determinação do nexos causal

O parâmetro geralmente adotado na experiência norte-americana para analisar a relação causal entre falhas informacionais e danos aos investidores é o que se convencionou denominar de “estudo de eventos” ou “análise de eventos”. O método tem por objetivo estimar os efeitos de determinado evento no preço de

⁵⁰ PITTA, André Grünspun. Falhas informacionais, danos a investidores e a hipótese dos mercados eficientes: reflexões necessárias. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 68, p. 137-167, jan./mar. 2021.

cotação dos valores mobiliários, buscando isolá-lo artificialmente de outros fatores que possivelmente o influenciem, utilizando-se, para tanto, de ferramentas econométricas.⁵¹

Nessa linha, estudos de eventos são frequentemente inaptos a descartar a hipótese de que outros fatores – diferentes da falha informacional – possam ter afetado o valor das ações da Companhia, o que, como acima visto, é imprescindível para fins de demonstração da concreta relação de causalidade. Por outras palavras: para fins de configuração do nexos de causalidade, o estudo de eventos falha por não conseguir isolar os efeitos da revelação da verdade dos de outros fatores gerais, do mercado e da indústria, ou específicos relacionados à Companhia. Essa questão, inclusive, é mencionada pela doutrina mais especializada como uma das limitações desse tipo de estudo:

[W]hen an SFES [single-firm event studies] does detect a price impact, it reflects confounding effects that are unrelated to the alleged fraud. *Unfortunately, there is no fully reliable, mathematically precise way to decompose an observed event return in an SFES into component parts: the part related to alleged fraud and the part not related to alleged fraud. [...]*

At the end of the day, however, most stocks “are routinely affected by events that may not be pinpointed by inspecting the media sources: generally, stock prices continuously change, while only rarely these changes may be linked to specific information releases.” As a result, courts may have excessively high expectations of the ability of litigants – whether plaintiff or defendant – to decompose an observed return into a component caused by fraud and a component caused by other factors. *There simply is no fully reliable, mathematically precise way to do so. Financial economists have long understood that our ability to fully explain observed price moves is quite limited; much price movement probably occurs for reasons unrelated to news, including the liquidity trades of investors in the market seeking to raise funds*

⁵¹ Como explica a doutrina estrangeira: “An event study is a statistical method for determining whether some event – such as the announcement of earnings or the announcement of a proposed merger – is associated with a statistically significant change in the price of a company’s stock. The main inputs to an event study are historical stock returns for the companies under study, benchmark returns like the return to the broader market, and standard statistical tests like t-tests that are used to test for statistical significance. In securities litigation and regulation, event studies are used primarily to detect the impact of disclosures of alleged fraud on the price of a traded security” (BRAV, Alon; HEATON, J. B. Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias. *Washington University Law Review*, n. 93, n. 2, 2015. p. 585. Disponível em: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol93/iss2/15587. Acesso em: 6 nov. 2023).

*for other purposes and the trades of noise traders who trade for irrational reasons.*⁵² (Grifos nossos)

O estudo de eventos falha exatamente por não conseguir isolar – tanto de modo geral como no caso concreto – a variação negativa da cotação dos valores mobiliários causada pela falha informacional da oscilação decorrente de outros fatores específicos envolvendo a Companhia, na mesma janela de evento – janela esta que, por opção dos investidores, se estendeu para milhares de pregões distintos, ocorridos ao longo de cinco anos. E isso é fundamental para fins de demonstração do nexa causal no caso concreto.⁵³ A bem da verdade, o estudo de eventos revela-se como um método muito limitado, dependente de decisões subjetivas e alguns vieses inconscientes, ensejando, por isso mesmo, dificuldades na determinação do nexa causal.

Para além dessa fragilidade, deve-se ponderar que a metodologia de “estudo de eventos” envolve, dentre muitos fatores, análise estatística/probabilística da variação de preços de um valor imobiliário. Segundo a doutrina mais especializada, um estudo de eventos típico deve seguir pelo menos cinco etapas básicas:

(1) identify one or more appropriate event dates, (2) calculate the security's return on each event date, (3) determine the security's expected return for each event date, (4) subtract the actual return from the expected return to compute the excess return for each event date, and (5) evaluate whether the resulting excess return is statistically significant at a chosen level of statistical significance.⁵⁴

⁵² BRAV, Alon; HEATON, J. B. Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias. *Washington University Law Review*, n. 93, n. 2, 2015. p. 587; 607-608. Disponível em: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol93/iss2/15587. Acesso em: 6 nov. 2023.

⁵³ O ponto foi bem explicado em recente dissertação de mestrado elaborada sob minha orientação: “[...] o que a probabilidade estatística é capaz de apontar é o aumento do risco de ocorrência de um dano que, em última análise, pode nunca acontecer. Um enunciado que vincula dois fatos em termos de probabilidade estatística, afirmando que um torna provável a existência do outro, não equivale a um segundo enunciado que vincula dois fatos sob a alegação de que um é causa do outro. Causalidade e probabilidade estatística consistem, portanto, em categorias distintas, com funções diversas. Tal afirmação tem como premissa uma questão fundamental: a causalidade juridicamente relevante, diferentemente da causalidade probabilística fundada em estatísticas, assume uma perspectiva ex-post-facto, isto é, não se confunde com uma análise abstrata quanto aos riscos potencialmente criados ou aumentados por um dado produto ou uma certa atividade, mas tem como premissa os danos por elas efetivamente causados no caso concreto” (DIAS, Laura Osório Bradley dos Santos. *Resgate da causalidade necessária: um caminho entre a utopia da certeza e a abstração da probabilidade*. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, UERJ, Rio de Janeiro, 2023. p. 150).

⁵⁴ FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan. The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation. *All Faculty Scholarship*, 1655, 2018. p. 571. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1655. Acesso em: 31 out. 2023.

Exatamente por envolver estatística, há limitações expressivas no uso desses estudos que são objeto de reflexão por parte da própria doutrina estrangeira:

Similarly, in cases involving multiple ‘bundled’ disclosures, event studies have limited capacity to identify the particular contribution of each piece of information or the degree to which the effects of multiple disclosures may offset each other. [...]

In addition, determining whether to characterize a price movement as highly unusual is the product of methodological choices, including choices about the level of statistical significance and thus statistical power. In the securities litigation context, those choices have normative implications that courts have not considered.⁵⁵ (Grifos nossos)

A estatística limita-se a indicar quais são os fatores que podem ser associados a certos tipos de dano em um dado grupo de indivíduos. Assim, os resultados gerados a partir da estatística poderiam, quando muito, ter relevância para a determinação de uma causalidade genérica ou abstrata, analisada superficialmente e em nível populacional, mas não para a causalidade normativa referida no art. 403 do Código Civil.⁵⁶

A criação dos modelos probabilísticos necessários para a realização de um estudo de eventos depende de escolhas subjetivas (por exemplo, dos fatores de risco), com a criação de um cenário contrafactual e hipotético. Nesse sentido, não

⁵⁵ FISCH, Jill E.; GELBACH, Jonah B.; KLICK, Jonathan. The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation. *All Faculty Scholarship*, 1655, 2018. p. 556-557. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1655. Acesso em: 31 out. 2023.

⁵⁶ Na lição do autor italiano Michele Taruffo: “A causalidade genérica é aquela que permite estabelecer um vínculo entre dois tipos de eventos segundo os quais, em uma amostra que vem tomada em consideração, a produção de um evento de certo tipo torna mais provável a produção de um evento de outro tipo. [...] versa sobre a frequência na qual se produz um evento na presença de outro evento, sempre no âmbito de uma determinada amostra que se toma em consideração. O nexo de causalidade individual, ou específico, estabelece que em uma específica e concreta situação um específico e determinado fato foi causado pela ocorrência de outro fato específico e determinado. Trata-se de um conceito de causalidade que há pouco em comum com o da causalidade genérica [...]. Na realidade, aqui se faz referência a um evento particular que se refere a um sujeito específico, e não a classes de eventos que se verificam no âmbito de uma amostra. Além disso, não se conjectura uma mera correlação entre tipos de eventos, e tampouco a capacidade de um evento de incrementar a probabilidade de outro evento, mas se afirma que um fato específico *x* causou a ocorrência de um fato específico *y*. [...] é de conhecimento geral (ou deveria sê-lo) que uma frequência estatística, ainda que elevada, nada pode dizer de significativo acerca da ocorrência de um evento específico: como é usual dizer, as estatísticas servem para fazer previsões sobre a probabilidade de que certo tipo de evento se verifique, porém não servem para estabelecer se um evento particular ocorreu ou não. Servem menos ainda para estabelecer se determinado evento produziu-se como efeito de outro evento. Por conseguinte, se o fato que se trata de provar é constituído por um nexo de causalidade específica entre dois eventos particulares, provar que existe uma correlação de causalidade genérica entre eventos desse tipo em uma determinada amostra de nada serve: a causalidade genérica não demonstra a causalidade específica” (*A prova*. Tradução de João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014. p. 278-279).

é porque determinado modelo se vale de ferramentas estatísticas que o seu resultado será objetivo. A dificuldade e sofisticação da matemática não escondem o fundo subjetivo da análise econométrica, ainda mais se aplicada em uma janela que abarca milhares de pregões, ocorridos ao longo de cinco anos. Significa dizer, por outras palavras, que há uma forte carga subjetiva na construção de modelos estatísticos usados em estudos de eventos, incompatível com a certeza e objetividade exigidas pelo direito brasileiro para a configuração do nexo de causalidade.

Para o exame da causalidade normativa, não interessa saber se um dado fator aumenta o risco (ou a probabilidade) de um dano vir a ocorrer. O que interessa, em realidade, é determinar se, no caso concreto, esse tal fator foi ou não, em uma palavra, a *causa* do dano, o que é bem diferente. *Risco* é fator de imputação de responsabilidade, mas de forma alguma se confunde com *causalidade*.

Referências à causalidade probabilística são encontradas em países de *common law*, que em nada se assemelham ao Brasil. A responsabilidade civil, pelo menos no Brasil, requer muito mais do que a coincidência entre dois eventos – coincidência não implica causalidade –,⁵⁷ muito mais do que a mera associação entre dois fatores, sendo antes indispensável a demonstração da relação de necessidade e suficiência que vincula, no caso concreto, a causa e o efeito. As probabilidades estatísticas parecem indicar fatores de risco associados a certo dano, mas tal indicação, por si só, não é suficiente para se estabelecer a existência de relação de causalidade entre determinado ato ou fato jurídico e o dano.

O direito civil exige a demonstração do nexo de causalidade em todas as espécies de responsabilidade civil (até mesmo na responsabilidade objetiva por risco integral)⁵⁸ e o teste da causalidade não se faz em abstrato – aliás, responsabilidade

⁵⁷ SAVATIER, René. *Traité de la responsabilité civile en droit français*. 2. ed. Paris: LGDJ, 1951. t. II. n. 459. No Brasil, explica Agostinho Alvim, “casos há em que a inexecução da obrigação coincide com certo prejuízo sofrido pelo credor, sem que, entretanto, haja relação de causa e efeito. Suponha-se que uma ponte, existente em estrada pública, parte-se quando por ela passa um auto-ônibus lotado, resultando daí dano aos passageiros. Ainda mesmo que a empresa de ônibus não estivesse executando fielmente o contrato celebrado com os passageiros, como no caso de motorista não habilitado, nenhuma responsabilidade haveria para ela, desde que não é possível estabelecer que o dano derivou daquele abuso. Aquela incorreção e o dano coincidiram; mas não há relação de causa e efeito entre um e outro” (*Da inexecução das obrigações e suas conseqüências*. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 1955. p. 363-364).

⁵⁸ Como já se afirmou em doutrina: “[...] mesmo as aplicações mais rigorosas da responsabilidade objetiva por risco integral não dispensam o nexo de causalidade” (ANTUNES, Paulo de Bessa. O conceito de poluidor indireto e a distribuição de combustíveis. *Revista SJRJ*, Rio de Janeiro, v. 21, n. 40, ago. 2014. p. 231. Disponível em: <https://www.jfrj.jus.br/sites/default/files/revista-sjrrj/arquivo/581-2427-1-pb.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2022). Nesse sentido, em inúmeras oportunidades, o STJ já ressaltou que, “[e]m que pese a responsabilidade por dano ambiental seja objetiva (e lastreada pela teoria do risco integral), faz-se imprescindível, para a configuração do dever de indenizar, a demonstração da existência de nexo de causalidade apto a vincular o resultado lesivo efetivamente verificado ao comportamento (comissivo ou omissivo) daquele a quem se repute a condição de agente causador” (STJ, 2ª S., REsp nº 1.596.081/PR. Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 25.10.2017). De fato, mesmo em matéria ambiental, o STJ

civil, de modo geral, não se analisa em abstrato (ou em termos populacionais) –, mas, sim, em concreto, porque a causalidade precisa ser certa, e não apenas provável ou estimada. Exatamente por isso, no direito brasileiro, a causalidade probabilística só serve a um propósito: determinar *risco*, mas não *causalidade*, porque esta precisa ser aferida em vista de todas as circunstâncias que cercam o evento danoso e das particularidades do caso concreto.⁵⁹

2.6 Nexo causal probabilístico e presunção de causalidade

As mesmas críticas já apontadas contra a teoria da causalidade adequada – que, dentre as teorias clássicas, é a única que se baseia em probabilidade –, podem ser dirigidas também à causalidade probabilística: ambas falham em determinar o nexos de causalidade, porque o examinam apenas em abstrato. Nesse sentido, vale lembrar o exemplo trazido por Pessoa Jorge:

Quando se diz que disparar um tiro contra alguém é causa adequada da morte, está naturalmente a pensar-se na hipótese de o projétil atingir órgãos vitais do visado: é pensando nesse processo que podemos afirmar constituir causa adequada da morte o comportamento de quem aponta uma pistola para outrem e prime o gatilho. Suponhamos, porém, que a vítima, apenas ligeiramente ferida, vem a morrer

tem entendido, reiteradamente, que a ausência de nexos causal afasta a responsabilidade objetiva, ainda que o seu fundamento seja a teoria do risco integral: STJ, 4ª T., REsp nº 1.414.803/SC. Rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 4.5.2021; STJ, 3ª T., AgInt no REsp nº 1.903.407/RO. Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. 12.4.2021; STJ, 4ª T., AgInt no AREsp 1.624.918/SP. Rel. Min. Marco Buzzi, j. 28.9.2020; STJ, 4ª T., AgInt no AREsp 1.450.883/SP. Rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, j. 9.3.2020; STJ, 2ª S., REsp nº 1.596.081/PR. Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 25.10.2017.

⁵⁹ Sobre o ponto, veja-se recente dissertação de mestrado elaborada sob a minha orientação: “Ao propor que se faculte ao julgador a possibilidade de presumir a existência do nexos de causalidade com base unicamente em dados estatísticos e epidemiológicos, a formulação teórica acaba por fundir conceitos autônomos, que, ao fim e ao cabo, relacionam-se com pressupostos distintos da responsabilidade civil. Isto, porque a causalidade genérica – demonstrada a partir das probabilidades estatísticas –, sem se confundir com o nexos de causalidade, tende a assumir relevância no que diz respeito à aferição do risco (da atividade, substância ou produto) nas hipóteses submetidas à incidência desse específico fator de imputação. O risco, com efeito, configura-se como um dos fatores de imputação da responsabilidade civil, também denominado de fator de atribuição, consistindo, portanto, em conjunto com o nexos de causalidade e o dano sofrido pela vítima, em um dos requisitos autônomos para a incidência do instituto da responsabilidade civil. Por si só – na ausência dos demais requisitos (dano e nexos de causalidade) –, o risco de fato é extremamente relevante para outros ramos do direito, como o direito regulatório, que se preocupa justamente com a causalidade geral para implementar medidas de conformação e controle. Porém, a princípio, sem que se verifiquem o nexos de causalidade específico e o dano sofrido por determinada vítima, não há que se falar em responsabilização civil” (DIAS, Laura Osório Bradley dos Santos. *Resgate da causalidade necessária*: um caminho entre a utopia da certeza e a abstração da probabilidade. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, UERJ, Rio de Janeiro, 2023. p. 154).

num desastre da ambulância que a conduz ao hospital. Há aqui os dois polos da adequação causal (o disparar da pistola e a morte), simplesmente o resultado não se produziu concretamente pelo processo por que o fato era abstratamente sua causa adequada.⁶⁰

O fato de a causalidade probabilística fundar-se na ciência estatística apenas a torna “aparentemente” mais confiável, mas o exame da causalidade continua sendo feito em abstrato e com potencial até maior de distorcer a realidade no caso concreto. A causalidade estatística leva, invariavelmente, a soluções injustas, com a imposição do dever de indenizar a quem não causou qualquer dano. Ainda que a ciência estatística fosse capaz de comprovar, por exemplo, que, em determinado grupo, 80% das pessoas que desenvolveram câncer de pulmão eram fumantes ou ex-fumantes, essa informação apenas comprovaria (i) que a doença pode não ter absolutamente nada a ver com o hábito de fumar e (ii) que este pode ser considerado um *fator de risco* para o câncer de pulmão. Para além disso, qualquer afirmação seria mera especulação.

Responsabilidade civil não se faz por estimativas, devendo ser sempre analisada à luz do caso considerado e das circunstâncias concretas. Como diria Kant, talvez se possa perdoar a imaginação se às vezes ela divaga,⁶¹ mas não o direito – este não pode pautar-se em especulações e conjecturas.⁶² A indenização que não repara o dano em toda a sua extensão, ficando aquém deste, fere tanto o princípio da reparação integral quanto aquela que vai além do dano, abarcando também os denominados danos hipotéticos, como esses que só encontram abrigo na tese dos investidores. Afinal, como reiteradamente afirma a jurisprudência, indenização não pode ser fonte de enriquecimento.⁶³

⁶⁰ JORGE, Pessoa. *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*. Coimbra: Almedina, 1999. p. 395-396.

⁶¹ KANT, Emmanuel. *Prolégômenes à toute métaphysique future qui voudra se présenter comme science* [1783]. Tradução para o francês de L. Guillemit, Paris: Vrin, 1993, parágrafo 35, em tradução livre.

⁶² No caso *Mireles v. Broderick*, 113 N.M. 459, 827 P. 2d 847 (Ct. App. 1992), chegou-se à seguinte conclusão: “Liability in the traditional view is not based on the ‘balance of probabilities’ but on a finding of the fact. [...] The conditions for a finding are not satisfied merely by showing a greater statistical probability. If all that can be said is that there are 55 chances of negligence out of 100, that is not enough. There must be a rational, i.e., evidentiary basis [...]. If there is not, the finding will be based [...] on mere speculation and conjecture”. No mesmo sentido, cf. HACK, Susan. *Risky business: statistical proof of specific causation*. In: *Evidence Matters: Science, Truth, and Proof in the Law*. New York: Cambridge University Press, 2014. p. 8.

⁶³ Vide: TJ/MG, 9ª CC., AC nº 10511160012676001. Rel. Min. Luiz Artur Hilário, j. 8.4.2018; TJ/SP, 8ª CDPriv., AC nº 1016332-04.2019.8.26.0602. Rel.ª Des.ª Clara Maria Araújo Xavier, j. 19.7.2021; TJ/SP, 39ª CDPriv., AC nº 1014671-76.2020.8.26.0562. Rel. Des. Neto Barbosa Ferreira, j. 16.10.2021; TJ/SP, 32ª CDPriv., AC nº 1029411-38.2018.8.26.0100. Rel. Des. Kioitsi Chicuta, j. 30.10.2018; TJ/SP, 25ª CDPriv., AC nº 1024280-83.2020.8.26.0562. Rel.ª Des.ª Carmen Lucia da Silva, j. 30.9.2021; TJ/SP, 15ª CDPriv., AC nº 1086440-12.2019.8.26.0100. Rel.ª Des.ª Carmen Lucia da Silva, j. 19.12.2020; TJ/SP, 19ª CDPriv., AC nº 1113611-70.2021.8.26.0100. Rel. Des. Nuncio Theophilo Neto, j. 16.12.2022.

O ponto é importante porque é o nexo de causalidade o elemento da responsabilidade civil que permite a própria concretização do princípio da reparação integral, nas suas três perspectivas: compensatória, indenitária e concretizadora do prejuízo real. É, em uma palavra, o *guia* do julgador para identificar quais as consequências danosas que deverão ser objeto de indenização por parte do agente ofensor, considerando a exata medida da sua participação causal na geração do resultado danoso. Até porque, o exame da causalidade,

longe de constituir ferramenta para a materialização das íntimas convicções do julgador, alheia à incidência de regras claras, deve decorrer de atividade jurídica submetida a metodologia racional, compatível com as escolhas legislativas positivadas pelo ordenamento jurídico.⁶⁴

Ainda que se adotasse o estudo de casos, que definitivamente não se ajusta ao teste de causalidade exigido pelo direito brasileiro, para fazer jus a uma indenização, os investidores ainda teriam que comprovar: (i) os requisitos do dano indenizável; (ii) a conduta antijurídica e culposa da Companhia; e (iii) a extensão dos prejuízos sofridos.

Especialmente no que se refere à utilização de estatísticas e probabilidades, vale realizar uma ponderação mais específica acerca do denominado nexo probabilístico e da presunção de causalidade, que, adianta-se, são caminhos perigosos para o futuro da responsabilização civil.

A despeito do atual reconhecimento da teoria do dano direto e imediato no direito brasileiro, há quem entenda que um juízo de mera probabilidade no processo decisório seria suficiente para a imputação do dever de indenizar a agentes econômicos, ao argumento de que, desse modo, eventuais vítimas não permaneceriam desamparadas, e, supostamente, a “justiça” seria feita, mesmo em casos em que o liame causal se mostra duvidoso ou incerto.

Propõe-se, por meio do assim denominado nexo probabilístico, a eliminação da exigência da certeza de que o dano decorre de determinada conduta. A certeza cede lugar à mera probabilidade de gerar o resultado lesivo à vítima. Nesses termos, passou-se a defender que a concepção de causalidade necessária como pressuposto ao dever de indenizar deveria ser substituída por uma nova concepção de “causalidade provável”, a qual possibilitaria a formação da convicção do

⁶⁴ DIAS, Laura Osório Bradley dos Santos. *Resgate da causalidade necessária: um caminho entre a utopia da certeza e a abstração da probabilidade*. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, UERJ, Rio de Janeiro, 2023. p. 168.

jugador a partir da observação de que “um efeito não decorre necessariamente de um evento, mas pode tê-lo como provável”.⁶⁵

Nesse sentido, seria possível avaliar a mera probabilidade de configuração da relação causal, o que se daria a partir da análise do aumento dos riscos de ocorrência de um evento danoso em razão da prática de determinada conduta ou atividade. Assim, a formação de um alto grau de convicção de que determinada causa teria sido a desencadeadora de um efeito danoso seria dispensável, passando-se a admitir a mera probabilidade da configuração do nexos de causalidade para a imputação a certo agente do dever de indenizar.

Em termos técnicos, a ideia de flexibilização do nexos causal com base em probabilidades se relaciona diretamente com a proposição teórica da responsabilidade por presunção de causalidade.⁶⁶ A vítima “não teria mais que suportar o ônus de provar que o dano teria sido a consequência necessária de uma determinada conduta, mas apenas a relação de probabilidade estatística entre os dois eventos”.⁶⁷

Nessa linha, se o réu não puder evidenciar a ocorrência, no caso concreto, de nenhuma das causas de interrupção do nexos causal, a demonstração de que o dano estaria provavelmente inserido nos riscos de uma dada atividade pelo autor seria o suficiente para formar o convencimento do julgador em favor da vítima.⁶⁸

⁶⁵ MAGADAN, Gabriel de Freitas Melro. *Responsabilidade civil extracontratual*: seleção das consequências do dano. São Paulo: Editora dos Editores, 2019. p. 163-164.

⁶⁶ “Com vistas a amenizar o problema da incapacidade probatória, desenvolveu-se a teoria da presunção de causalidade. Segundo tal construção, poderia o julgador utilizar-se de presunções e ficções jurídicas como forma de benefício à vítima, favorecendo-a em virtude de sua hipossuficiência. Assim, possibilitaria a efetivação da obrigação de indenizar e a reparação plena, por meio de um juízo probabilístico que estabeleceria a autoria do dano através de presunções” (MACHADO, Bruna Vilanova; CORTAZIO, Renan Soares. A flexibilização do nexos de causalidade: uma análise das tendências na responsabilidade civil contemporânea. In: TEPEDINO, Gustavo; TEIXEIRA, Ana Carolina Brochado; ALMEIDA, Vitor (Coord.). *Da dogmática à efetividade do direito civil*: Anais do Congresso Internacional de Direito Civil – IV Congresso do IBDCivil. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019. p. 802).

⁶⁷ DIAS, Laura Osório Bradley dos Santos. *Resgate da causalidade necessária*: um caminho entre a utopia da certeza e a abstração da probabilidade. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, UERJ, Rio de Janeiro, 2023. p. 116.

⁶⁸ Para Caitlin Sampaio Mulholland, que defende a presunção da causalidade apenas em certas situações: “Propõe-se, a partir desta hipótese, que em determinadas situações danosas – como algumas decorrentes de atividade de risco; as geradoras por conta de causalidade alternativa; e as geradoras de danos de massa – seja concedida ao magistrado a faculdade de considerar a configuração de um dever reparatório independentemente da prova estrita da existência de um nexos de causalidade ligando o dano à conduta ou atividade desenvolvida. Haveria assim, e verdadeiramente, um juízo de probabilidades a ser realizado pelo magistrado, admitido em consideração aos princípios informadores do Direito de Danos atual, decorrentes de princípios constitucionais e objetivando a plena reparação do dano injusto. [...] Por meio desta concepção renovada da responsabilidade torna-se possível o desenvolvimento e a construção de uma hipótese de configuração do dever reparatório que se baseie na potencialidade e na probabilidade do risco em relação ao dano” (MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção de causalidade*. Rio de Janeiro: GZ, 2009. p. 282-285).

Tal presunção nada mais faz do que proporcionar o alívio da carga probatória a favor de uma das partes. A conclusão alcançada a partir da aplicação dessa técnica advém de um raciocínio silogístico: “toma-se (presume-se) por ocorrido um fato a partir da prova de outro”.⁶⁹ Ou seja, a presunção não consiste em meio ou fonte de prova, mas, sim, no próprio resultado do raciocínio do julgador decorrente da valoração das provas produzidas pelas partes, isto é, de um convencimento antecipado acerca da verdade provável quanto a um fato desconhecido alcançado em razão do conhecimento acerca de um outro fato conexo.

A maioria das construções teóricas que defende que o pressuposto do nexo causal poderia ser atendido com base em um balanço de probabilidades se encontra normalmente consolidada em países de *common law*, cujos sistemas jurídicos são dotados de racionalidade distinta em comparação ao sistema jurídico brasileiro. Um exemplo disso é o reconhecimento, pelas cortes norte-americanas, da teoria da *fraud on the market*, por meio da qual se presume que os investidores confiam nas informações divulgadas ao mercado e se baseiam nelas em sua tomada de decisão, notadamente quando adquirem valores mobiliários ofertados ao mercado.⁷⁰

O *leading case* sobre o assunto é o caso *Basic v. Levinson*,⁷¹ envolvendo uma *class action* que tinha por fundamento a violação da *Rule 10b-5* da *Securities and Exchange Commission*.⁷² No caso, sustentou-se que os investidores que compunham a classe foram prejudicados pela venda de suas ações por preços depreciados artificialmente por conta da divulgação de informações falsas pela companhia. A Suprema Corte norte-americana, na ocasião, reafirmou o entendimento adotado nos tribunais inferiores, de que:

⁶⁹ DIDIER, Fredie; BRAGA, Paula Sarno; OLIVEIRA, Rafael Alexandria. *Curso de direito processual civil: teoria da prova, direito probatório, decisão, precedente, coisa julgada, processo estrutural e tutela provisória*. 16. ed. Salvador: JusPodivm, 2021. v. 2. p. 83-89.

⁷⁰ Segundo a doutrina estrangeira: “For over a decade, federal courts have embraced the ‘fraud-on-the-market’ theory, which is based on the premise that investors in a publicly traded stock rely on both the efficiency and the integrity of the stock market in making their investment decisions. Acceptance of this theory has allowed plaintiffs in securities fraud actions to satisfy their burden of proving that they relied on a defendant’s fraudulent statements or acts when the plaintiffs were unable to prove direct reliance” (AVIOLI, Gregory C. *Basic Inc. v. Levinson: An Unwise Extension of the Fraud-on-the-Market Theory*. 67 *N.C. L. Rev.* 1161, 1989. Disponível em: <http://scholarship.law.unc.edu/nclr/vol67/iss5/10>. Acesso em: 1º nov. 2023).

⁷¹ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988), j. 7.3.1988. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/485/224>. Acesso em: 1º nov. 2023.

⁷² *Rule 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” (Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/485/224>. Acesso em: 1º nov. 2023).

the fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business. [...] Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements.⁷³

Defendendo, portanto, a presunção de causalidade para afastar os percalços de sua prova, a Suprema Corte norte-americana ressaltou o seguinte:

The presumption is also supported by common sense and probability. Recent empirical studies have tended to confirm Congress' premise that the market price of shares traded on well-developed markets reflects all publicly available information, and, hence, any material misrepresentations. It has been noted that "it is hard to imagine that there ever is a buyer or seller who does not rely on market integrity. Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game?" *Schlanger v. Four-Phase Systems Inc.*, 555 F.Supp. 535, 538 (SDNY 1982). Indeed, nearly every court that has considered the proposition has concluded that where materially misleading statements have been disseminated into an impersonal, well-developed market for securities, the reliance of individual plaintiffs on the integrity of the market price may be presumed. Commentators generally have applauded the adoption of one variation or another of the fraud-on-the-market theory. An investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action.⁷⁴

Nesse cenário, a Suprema Corte norte-americana entendeu que o acionista que investe no mercado de valores mobiliários confia na veracidade das informações publicamente divulgadas pelas companhias. Portanto, o prejuízo causado a um investidor devido a uma divulgação de informação falsa é presumido para fins da *Rule 10b-5*, eliminando a necessidade de comprovar uma relação causal específica.⁷⁵

⁷³ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988), j. 7.3.1988. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/485/224>. Acesso em: 1º nov. 2023.

⁷⁴ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988), j. 7.3.1988. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/485/224>. Acesso em: 1º nov. 2023.

⁷⁵ É o que explica Nelson Eizirik em artigo que analisa a posição dos tribunais norte-americanos: "Para os investidores pleitearem indenização por dano causado pela compra ou venda de papéis cujos preços

Seja por meio do uso de presunções, seja por meio do uso de estatísticas, o que se tem é um cenário que não conversa com o sistema jurídico brasileiro, que requer, para fins de configuração da responsabilidade civil, a demonstração da existência de uma relação causal necessária *em concreto* entre a conduta do agente ofensor e o dano sofrido pela vítima, sendo inviável, no caso concreto, presumir o nexo de causalidade em demandas indenizatórias a partir de dados estatísticos ou presumidos.

Por outras palavras, a configuração do dano indenizável pela verificação do nexo causal exige que o intérprete se utilize de conceitos objetivos e critérios coerentes com o sistema brasileiro, em atenção tanto à reparação integral dos danos, quanto à necessária limitação da indenização do dano sofrido. E é isso, exatamente, o que propõe a construção teórica da causalidade necessária, adotada pelo direito brasileiro.

2.7 A inviabilidade do uso de probabilidades e estatísticas para aferição da relação causal no caso concreto

A essência da probabilidade está na limitação do conhecimento humano. Tendo em vista a impossibilidade de o homem conhecer todos os fatos, a probabilidade permite a elaboração de previsões sobre os possíveis valores que uma dada variável pode assumir ao longo do tempo.

A probabilidade estatística consiste em metodologia “que se utiliza de cálculos matemáticos para aferir, com base em leis científicas que determinam a associação entre eventos, a grande probabilidade de que certo fenômeno ocorra em determinadas situações preestabelecidas”.⁷⁶ Por meio dela, busca-se obter a verdade a partir do número de possibilidades, em termos estatísticos, de que determinado evento venha a ocorrer. Trata-se, então, de um “juízo de prognose prévia, cuja finalidade é estabelecer previsão para a ocorrência de determinado fato no futuro”.⁷⁷

encontravam-se artificialmente inflados ou depreciados, não é necessário provar que a negociação se deu em razão de declarações fraudulentas. Há uma presunção relativa de confiança nas informações divulgadas e nos preços dos valores mobiliários praticados no mercado, o que facilita a propositura de ações judiciais” (EIZIRIK, Nelson. A ‘fraud-on-the-market theory’ pode ser aplicada no direito societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto (Coord.). *A lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 100).

⁷⁶ CARPER, Artur Thompsen. Quando a estatística de 95% pode não ser suficiente para provar o nexo de causalidade. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, São Paulo, v. 25, out./dez. 2021. p. 115.

⁷⁷ CARPER, Artur Thompsen. Quando a estatística de 95% pode não ser suficiente para provar o nexo de causalidade. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, São Paulo, v. 25, out./dez. 2021. p. 116.

Nesses termos, a metodologia fundada no uso de probabilidade estatística não consegue esclarecer o que de fato ocorreu em uma situação concreta, pois não tem como objetivo examinar fatos individualmente considerados, não os levando em apreço na composição da base probatória. Apesar de poder chegar a uma densidade ou frequência de evento em determinada amostra de dados, a probabilidade estatística nada diz acerca do caso concreto, no qual uma base probatória específica pode contrariar os dados estatísticos. Como explica a doutrina:

disso acaba decorrendo equívoco lógico do ponto de vista probatório: a frequência estatística pode dizer quantas vezes deve se verificar determinado fato durante certo período de tempo à luz de um dado contexto, mas nada diz a respeito do caso particular, isto é, sobre a probabilidade de que o enunciado fático tenha efetivamente ocorrido.⁷⁸

Assim, embora a probabilidade estatística seja capaz de determinar a frequência de certo tipo de evento – útil para avaliar qual a chance de algo vir a acontecer no futuro –, desconsidera o que, em geral, mais interessa à demanda processual: a comprovação quanto à ocorrência dos fatos narrados. A probabilidade deixa, então, de considerar os elementos de prova que buscam confirmar a aceitabilidade da hipótese concreta, isto é, do caso específico da demanda proposta.

Acredita-se, por vezes, que se algo for expresso por meio de um número pode ser considerado verdadeiro e que as avaliações subjetivas se tornam mais objetivas e têm garantia de maior controle. Não surpreende que muitos tentem se basear em concepções estatísticas de prova, acreditando que o peso da prova deve ser expresso em números, embora quase ninguém consiga realmente desenvolver cálculos sofisticados o suficiente para incorporar um tratamento matemático de provas em contextos judiciais.⁷⁹

Ao se facultar ao intérprete a possibilidade de assumir a existência do nexo de causalidade com base em dados estatísticos, acaba-se por juntar conceitos

⁷⁸ CARPER, Artur Thompsen. *A prova do nexo de causalidade na responsabilidade civil*. Orientador: Prof. Dr. Danilo Knijnik. Tese (Doutorado em Direito Processual) – UFRS, Porto Alegre, 2013. p. 46-47.

⁷⁹ EZ-RUBIO, Ana Sánch. Los peligros de la probabilidad y la estadística como herramientas para la valoración jurídico-probatoria. *Revista Brasileira de Direito Processual Penal*, Porto Alegre, v. 4, n. 1, jan./abr. 2018. p. 193. Disponível em: <https://doi.org/10.22197/rbdpp.v4i1.118>. Acesso em: 3 nov. 2023. Criticando a aplicação da probabilidade estatística, Michele Taruffo explica o seguinte: “Infelizmente, todos esses esforços não produziram – ao menos até agora – resultados satisfatórios. De fato, essa forma de aproximar os problemas dos meios de prova e do valor da prova segue sendo duvidosa e controversa. Em verdade, diversas críticas têm sido lançadas contra a teoria da prova calcada na probabilidade quantitativa ou estatística. Diz-se, por exemplo, que em muitos casos essa não pode ser aplicada; que seu instrumental matemático é por vezes incorreto, inútil e fictício, entre outras críticas” (*A prova*. Tradução de João Gabriel Couto. São Paulo: Marcial Pons, 2014. p. 31).

autônomos, que se relacionam com distintos pressupostos da responsabilidade civil. Isso, porque a probabilidade estatística funciona como instrumento de apuração de *risco* (fator de imputação), e não da relação de *causalidade*. Assim, a existência de um nexos probabilístico fundado em estatística não poderia suprimir a demonstração do nexos de causalidade, pelo fato de que “fator de imputação” e “nexos de causalidade” são pressupostos distintos da responsabilidade civil.⁸⁰

Nesse cenário, apesar da comum confusão conceitual entre o nexos de causalidade e os fatores de imputação, é certo que são elementos que não se confundem: enquanto o *risco* se traduz na probabilidade de um determinado evento vir a acontecer no futuro, a *causalidade* se verifica no passado, entre um evento e o seu efeito. Daí o grande problema em se pretender utilizar os denominados “estudos de eventos” como mecanismo de apuração do liame causal entre as supostas falhas informacionais da Z e os alegados danos sofridos pelos investidores.

Como visto, o uso de estatísticas compõe a estrutura metodológica desses estudos, que, de forma geral, não funcionarão de forma efetiva para demonstrar a existência da relação de causalidade em casos individuais, pois não têm a capacidade de avaliar as peculiaridades específicas de cada hipótese concreta. O pilar fundamental da teoria do dano direto e imediato, como já ressaltado, é exatamente a observância das particularidades do caso concreto, proporcionando justo equilíbrio entre a tutela das vítimas e a promoção da segurança jurídica, reduzindo a discricionariedade e subjetividade do intérprete e, a um só tempo, garantindo a coerência na aplicação das leis.

Diferentemente da probabilidade estatística, a probabilidade que subsidia a certeza juridicamente relevante quanto à configuração do nexos de causalidade na qualidade de pressuposto da responsabilidade civil é a probabilidade lógica e concreta, pautada no juízo racional do intérprete a partir do exame das circunstâncias específicas do caso concreto. Significa dizer, por outras palavras:

tal probabilidade é o resultado da análise de uma diversidade de elementos que, encadeados, levam o julgador ao grau mais próximo possível da verdade real, ou seja, próximo a uma constatação legítima – e

⁸⁰ Nesse sentido: “Para o bem da verdade, a causalidade geral se assemelha a outro elemento da responsabilidade civil – o fator de imputação denominado risco –, e que, portanto, com o nexos de causalidade jamais pode ser confundido. A causalidade específica constitui o autêntico nexos de causalidade. Trata-se de considerar o evento já ocorrido, de modo a examinar a relação de causa e efeito entre um evento (a causa) e outro (o dano), sendo ambos os acontecimentos fenômenos que ocorreram no passado. Ao contrário da causalidade geral, não se examina a probabilidade ex ante, isto é, probabilidade de que o evento venha a ocorrer” (CARPER, Artur Thompsen. *A prova do nexos de causalidade na responsabilidade civil*. Orientador: Prof. Dr. Danilo Knjnik. Tese (Doutorado em Direito Processual) – UFRS, Porto Alegre, 2013. p. 85).

não fundada em conjecturas e repetições – acerca da existência de um vínculo causal na hipótese concreta.⁸¹

Essa probabilidade é exatamente a certeza possível de que a subteoria da necessidade da causa propõe que seja alcançada: o estado mental formado pelo intérprete a partir de uma análise objetiva de todos os elementos existentes no caso concreto. Apenas tal análise, que conduz o geral para o concreto, viabiliza um estado de convencimento avançado, que consiste em um grau de convicção mais próximo à verdade real.

Os estudos econômicos que tenham por base elementos estatísticos que não alcançam a dimensão probatória necessária para abranger todos os dados relevantes do caso concreto, em princípio, não se mostram suficientes para a demonstração efetiva da relação causal entre as supostas falhas informacionais da Z e os alegados danos sofridos pelos investidores.

A possibilidade de a responsabilização civil ser fundada em critérios abstratos significaria verdadeiro retrocesso, pois alteraria a própria função primordial do instituto, fundada na reparação integral das vítimas, para passar a exercer o controle, a prevenção e a punição de atividades arriscadas, função já exercida por outras áreas do direito com viés sancionador. A reparação civil não tem por objetivo promover o enriquecimento sem causa da vítima, nem imputar a responsabilidade a determinado agente sem que os seus elementos estejam configurados no caso concreto,⁸² sob pena de a responsabilidade civil assumir função punitiva, incompatível com o ordenamento jurídico brasileiro.

A flexibilização do nexos de causalidade para o acolhimento de pretensões indenizatórias é capaz de causar efeitos que podem escapar ao controle indispensável à

⁸¹ DIAS, Laura Osório Bradley dos Santos. *Resgate da causalidade necessária*: um caminho entre a utopia da certeza e a abstração da probabilidade. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, UERJ, Rio de Janeiro, 2023. p. 173-174.

⁸² A manutenção do nexos de causalidade específico como pressuposto da responsabilidade civil evidencia a legítima preocupação do sistema jurídico com a conservação de um filtro para que o dever de indenizar não seja maior do que o necessário, assegurando à vítima a reparação integral pelo prejuízo sofrido, mas preservando o agente de uma indenização em excesso, ou mesmo indevida. O nexos de causalidade é o pressuposto que manifesta a necessidade de limites que contenham o crescimento de demandas indenizatórias, pois, na ausência de balizas predefinidas e delimitadas, haveria um cenário de demandas infundadas, com base em interesses escusos e danos hipotéticos e com oneração indevida do patrimônio de agentes cujas condutas em nada se relacionam com os alegados prejuízos, em comprometimento da lógica que sustenta o sistema. Nessa linha, observa Gustavo Tepedino: “O bom funcionamento do sistema de responsabilidade civil, capaz de proteger adequadamente as vítimas dos danos, em atendimento ao princípio da solidariedade social, depende do respeito aos seus requisitos e fundamentos, sem que se deva, no afã de ampliar o dever de reparar, desvirtuar a sua finalidade genuinamente reparatória e suprir a precariedade de políticas públicas insuficientes” (TEPEDINO, Gustavo. O art. 931 do Código Civil e a antijuridicidade do dano injusto. *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 22, out./dez. 2019. Editorial. p. 13).

unicidade e à sistematicidade do ordenamento jurídico.⁸³ Afinal, “tão grave quanto a ausência de reparação por um dano injusto mostra-se a imputação do dever de reparar sem a configuração de seus elementos essenciais, fazendo-se do agente uma nova vítima”.⁸⁴

2.8 Os requisitos do dano indenizável no direito brasileiro

No direito brasileiro, para que o dano seja indenizável – mesmo o verdadeiro dano, aquele que efetivamente viola um interesse digno de tutela pelo ordenamento –, exige-se a presença de certos requisitos: (i) o dano há de ser certo; (ii) o dano precisa ser atual; e, finalmente, (iii) o dano deve decorrer da conduta do agente de forma direta e imediata – o que equivale a dizer, por outras palavras, que o dano deve ser uma consequência *necessária* da conduta do ofensor –, e não apenas indireta ou reflexa, como acima já explicado.

2.8.1 A certeza do dano

Sobretudo em se tratando de dano patrimonial, doutrina e jurisprudência são unânimes: o dano precisa ser integralmente provado, tanto mais quando a faceta do dano patrimonial que está em discussão é a do dano emergente. Não é à toa que, na redação do art. 402 do Código Civil, os advérbios que o legislador utilizou para se referir às duas facetas do dano patrimonial são bem diferentes: enquanto dano emergente é o que *efetivamente* se perdeu, lucro cessante é o que *razoavelmente* se deixou de lucrar.

A reparação do dano patrimonial baseia-se na chamada “fórmula da equivalência”, isto é, deve haver tanto quanto possível uma correspondência exata entre o valor da indenização e do dano.⁸⁵ Ou, como já tive oportunidade de afirmar em trabalho acadêmico: “[...] a conta tem que ser feita, obrigatoriamente, na ponta do lápis, porque ‘equivalência’ significa correspondência, paridade, equilíbrio – noções intrinsecamente vinculadas à própria função da responsabilidade civil”.⁸⁶ A apreciação exacerbada do dano pelo julgador pode, como explica Ripert, deturpar

⁸³ PERLINGIERI, Pietro. *Perfis do direito civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 72-77.

⁸⁴ TEPEDINO, Gustavo. O futuro da responsabilidade civil. In: TEPEDINO, Gustavo. *Temas de direito civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. t. III. p. 406-407.

⁸⁵ FISCHER, Hans Albrecht. *A reparação dos danos no direito civil*. Tradução de Antônio de Arruda Ferrer Correia. São Paulo: Saraiva, 1938. p. 24.

⁸⁶ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo de razoabilidade*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 298.

o princípio da reparação integral, mas, nas palavras desse autor, “não destrói a verdade contida na norma: a indenização mede-se pela extensão do dano”.⁸⁷

2.8.2 A atualidade do dano

Além de ser certo, o dano precisa ser atual, mas o dano que ainda não ocorreu – o “dano futuro” –, tal qual o dano atual, também pode ser certo e, por consequência, indenizável, quando necessariamente irá ocorrer em razão de determinadas circunstâncias que o tornaram inevitável. Apesar disso, quando se trata da faceta dano emergente, essa discussão é muito mais complexa e controversa.

O ressarcimento dos danos emergentes futuros esbarra no fato de o direito brasileiro ser refratário à prolação de sentenças condicionais. Com efeito, a sentença que tem por base a ocorrência de evento vindouro e incerto encontra grande obstáculo na vedação à prolação de decisões condicionadas, nos termos do parágrafo único do art. 492 do Código de Processo Civil, segundo o qual “a decisão deve ser certa, ainda que resolva relação jurídica condicional”. O próprio Superior Tribunal de Justiça já reputou “nula a sentença que condiciona a própria eficácia ao preenchimento de determinados requisitos futuros e incertos”.⁸⁸

2.8.3 A imediatidade do dano

Além de certo e atual, o dano precisa ser uma consequência direta e imediata (no sentido de necessária) da conduta do ofensor. No direito brasileiro, como regra, não se indenizam danos indiretos, nem danos reflexos ou por ricochete (suspécie do dano indireto), sendo estes últimos já analisados neste parecer (por ser discussão muito mais afeita à causalidade do que ao conceito de dano).

2.9 A relevância da situação particular de cada investidor

Ainda que se ultrapasse o problema da causalidade, transpondo as lições sobre dano indenizável para o caso concreto, é possível identificar diversas situações

⁸⁷ RIPERT, Georges. *A regra moral nas obrigações civis*. Tradução de Osório de Oliveira. 2. ed. São Paulo: Bookseller, 2002. p. 334.

⁸⁸ STJ, 5ª T., Agr. Reg. no AI nº 770.078/SP. Rel. Min. Félix Fischer, j. 12.12.2006. No mesmo sentido: STJ, 2ª T., AgInt nos EDcl no REsp nº 1.755.006/SP. Rel. Min. Herman Benjamin, j. 21.5.2019; STJ, 2ª T., AgRg no AREsp 104.589/SP. Rel. Min. Herman Benjamin, j. 8.5.2012; STJ, 5ª T., AgRg no Ag nº 973.632/SP. Rel. Min. Felix Fischer, j. 21. 5.2009; STJ, 5ª T., AgRg no Ag nº 1.059.867/SP. Rel. Min. Arnaldo Esteves Lima, j. 16.10.2008; STJ, 5ª T., AgRg no Ag nº 832.495/SP. Rel. Min. Arnaldo Esteves Lima, j. 19.4.2007; STJ, 5ª T., REsp nº 648.168/SP. Rel. Min. José Arnaldo da Fonseca, publ. 6.12.2004.

em que sequer se poderia cogitar a existência de danos, tal como alegado pelos investidores, com fundamento na desvalorização das ações da Companhia após a divulgação da “correção” da informação.

Nessa linha, tome-se, por exemplo, o caso dos investidores que adquiriram as ações da Z antes da suposta falha informacional e as venderam antes da divulgação da “correção” da informação. Nesse exemplo, eventual desvalorização das ações no mercado – suspostamente causada pela “correção” das informações – ocorreu quando referidos investidores já não eram mais titulares de tais ações. A não titularidade das ações no momento da divulgação das informações corretas pela Companhia retira do investidor qualquer legitimidade para alegar dano indenizável.

Por essa mesma razão, os investidores que adquiriram ações da Z após a alegada falha informacional, mas as venderam antes da divulgação da “correção” da informação, também não sofreram dano algum. O dano simplesmente não se materializou, uma vez que a titularidade das ações foi transferida antes mesmo de se ter notícia acerca da existência de falhas informacionais. Assim, em ambos os casos mencionados, não há dano, muito menos dano indenizável.

Há também a situação dos investidores que adquiriram ações da Z após a suposta falha informacional, mas não as venderam até o início do conjunto de arbitragens em análise. Nesses casos, não houve a materialização do alegado dano. Trata-se, aqui, de mero dano hipotético, que não encontra guarida no nosso ordenamento, não havendo que se falar, portanto, em dano indenizável.

2.10 A prova da existência do dano (*an debeatur*) não pode ser postergada para a fase de liquidação

Já se explicou que, para ser indenizável, o dano deve ser certo. Essa simples assertiva revela, contudo, uma complexa realidade, na qual a certeza sobre a existência do dano – isto é, o *an debeatur* – deve ser demonstrada de forma objetiva ainda no processo de conhecimento, não podendo ser postergada para a fase de liquidação. Somente a apuração do *quantum debeatur* pode ser relegada para a fase de liquidação, quando os elementos constantes dos autos não permitam, *a priori*, que se profira decisão a respeito da sua liquidez.⁸⁹

Como vem sendo reiteradamente explicado pela doutrina, “o dano afirmado pela própria vítima ou ofendido deve ser demonstrado estreme de dúvida na fase

⁸⁹ Nesse sentido, afirma-se que “[a] existência dos danos (*an debeatur*) deve ser demonstrada no curso da instrução e não na liquidação, que se destina à aferição do valor dos danos (*quantum debeatur*)” (STJ, 4ª T., REsp nº 216.319/BA. Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, publ. 25.9.2000).

de conhecimento, sob pena de ser julgada improcedente a ação, pois a prova da sua existência há de ficar definida na fase de cognição”.⁹⁰ Nesses termos, não há como se proferir sentença, condenando a ressarcir prejuízos, se não se apurou que esses efetivamente hajam ocorrido, não se podendo apelar para meras presunções ou conjecturas hipotéticas, especialmente se a faceta do dano patrimonial for a dos danos emergentes.

Em determinadas situações, pode ocorrer de algumas circunstâncias tenderem a indicar, por meio de indícios e estimativas, a presença de possíveis prejuízos. Contudo, indícios e estimativas não bastam para a efetiva demonstração e reconhecimento do dano indenizável, tanto mais em se tratando de dano emergente. Para que subsista a obrigação de indenizar, há de existir dano comprovado e aferido, elemento essencial da responsabilidade civil, frequentemente referida como “direito dos danos”.

Nesses termos, o Superior Tribunal de Justiça tem a orientação firme de que é necessária a efetiva comprovação da ocorrência dos danos:

não se admitindo indenização baseada em cálculos hipotéticos nem cálculos por presunção ou dissociados da realidade. Somente após o reconhecimento da existência inequívoca do an debeatur seria possível ao julgador, quando assim se mostrar conveniente, remeter a apuração do quantum debeatur à fase de liquidação.⁹¹

Em outra oportunidade, o Superior Tribunal de Justiça também já ponderou:

embora não seja lícito ao litigante formular pedido incerto e/ou indeterminado, poderá apresentar, quando não lhe for possível determinar as consequências do ato ou do fato, pedido genérico quanto ao valor da reparação (quantum debeatur), não podendo ser indeterminado, entretanto, quanto ao direito à reparação em si (an debeatur).⁹²

No caso em questão, a linha argumentativa dos investidores não se mostra minimamente capaz de atestar a existência de qualquer “dano” concreto sofrido em razão da conduta da Consulente, mesmo levando-se em consideração o estudo de eventos. Isso, porque estudos de eventos nada dizem sobre a situação

⁹⁰ STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil*. 8. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 1400. No mesmo sentido: RIZZARDO Arnaldo. *Responsabilidade civil*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 129; MONTENEGRO, Antonio Lindberg C. *Ressarcimento de danos*. 8. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005. p. 210; THEODORO JÚNIOR, Humberto, *In: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (Coord.). Comentários ao Novo Código Civil*. v. 3, t. 2. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2003. p. 37.

⁹¹ STJ, 3ª T., REsp nº 1.496.018/MA. Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 17.5.2016.

⁹² STJ, 4ª T., REsp nº n. 981.551/ES. Rel. Min. Raul Araújo, j. 6.10.2016.

particular de cada investidor, como explicado ao longo deste parecer, limitando-se a realizar uma análise geral e abstrata, ainda que cheguem a um número que impressiona por estar determinado na vírgula. Esse número, contudo, não reflete o dano individual supostamente sofrido por cada acionista.

Apenas por meio dessa demonstração é que, no caso concreto, superados os demais óbices jurídicos, seria possível aferir o eventual *an debeatur*, de modo a se ter ao menos algum parâmetro para a definição posterior do *quantum debeatur*. Como bem pondera o Superior Tribunal de Justiça:

ao deixar de anunciar os parâmetros em que a indenização deve ser dada, o pedido imediato passa a ser incerto e indeterminado, violando, assim, o disposto no art. 286 do Código de Processo Civil e, de igual modo, inviabiliza a apuração não só do quantum debeatur mas também do an debeatur, o que é proibido.⁹³

A ausência de elementos que se mostrem suficientes para evidenciar o *an debeatur*, aliás, prejudica a própria defesa do caso, na medida em que torna impossível a realização de prova em contrário. Como já ressaltado na jurisprudência: “a pretensão deve ser corretamente individualizada no momento da propositura da ação (an debeatur) para que não haja prejuízo à defesa da parte adversa”.⁹⁴

3 Conclusões

Considerando o cenário aqui apresentado, na minha opinião, não houve, por parte dos investidores, qualquer demonstração objetiva e concreta da existência denexo causal entre as supostas falhas informacionais da Z e os alegados danos sofridos pelos investidores. Há situações em que sequer estão presentes os requisitos do dano indenizável, tanto mais se se considerar a posição particular de cada acionista. Diante de tudo o que ficou dito neste parecer, minhas conclusões podem ser assim resumidas:

- (i) Não ficou demonstrado, no caso concreto, que eventual falha informacional influenciou de maneira decisiva o comportamento dos investidores, fazendo-os adquirir ações da Z nas condições em que as adquiriram, em função das informações falsas ou incompletas divulgadas.

⁹³ STJ, 4ª T., REsp nº 1.121.638/SP. Rel. Min. Raul Araújo, j. 21.9.2017.

⁹⁴ TJ/MG, 11ª CC., AC nº 1.0702.14.040198-6/001. Rel. Des. Mônica Libânio, j. 22.5.2019.

- (ii) O mercado de capitais é marcado pela heterogeneidade de investidores, que tomam decisões de investimento por fatores múltiplos e diferentes entre si. As informações divulgadas pela Companhia certamente não foram os únicos elementos levados em consideração no processo decisório de investimento, tampouco os investidores conseguiram demonstrar que tais informações foram determinantes nesse processo decisório – muito menos que foram determinantes para *todos* os investidores. Os investidores não provaram que investiram em ações da Z *em razão* das informações alegadamente falsas que foram divulgadas pela Companhia.
- (iii) O estudo de eventos não se mostra capaz de descartar, de forma concreta, a hipótese de que outros fatores – diferentes das falhas informacionais – possam ter afetado, de forma predominante, o valor das ações da Companhia, o que impede que haja uma efetiva demonstração donexo causal necessário no caso concreto.
- (iv) A natureza do bem – ações de uma companhia aberta, “bens de segundo grau”, cujo preço de aquisição oscila naturalmente ao longo de um mesmo dia por influência de diferentes fatores –, somada ao fato de a Companhia ser exatamente a Z, cujo uso político, no Brasil, sempre foi fato público e notório, torna pouco crível que a redução do preço das ações tenha decorrido, necessariamente, da revelação da falsidade de parte das informações prestadas pela Companhia.
- (v) Não houve, portanto, a devida demonstração de que os investidores tomaram a sua decisão de investimento em razão da informação enganosa divulgada ou omitida pela Companhia e que a falsidade dessa informação, quando veio à tona, afetou o valor das suas ações. Não houve a prova de que os prejuízos alegados pelos investidores decorreram, necessariamente, de eventual falha do dever de informar.
- (vi) Eventuais prejuízos experimentados pelos investidores, quando muito, seriam apenas danos por ricochete e, portanto, via de regra não indenizáveis no direito brasileiro à luz do art. 403 do Código Civil.
- (vii) Considerando os requisitos do dano indenizável no direito brasileiro, em determinadas situações do caso concreto sequer é possível cogitar a existência de danos, a exemplo dos investidores que adquiriram ações da Z antes da alegada falha informacional e as venderam antes da divulgação da correção da informação.
- (viii) O dano deve ser demonstrado na fase de conhecimento, pois a prova da sua existência há de ficar definida na fase de cognição. Somente após o reconhecimento da existência inequívoca do *an debeatur* é possível ao julgador, quando conveniente, remeter a apuração do *quantum debeatur* à fase de liquidação.

- (ix) A ausência de elementos que se mostrem suficientes para evidenciar o *an debeatur*, no caso concreto, revela, na minha opinião, que a Companhia não tem qualquer dever de indenizar.

Informação bibliográfica deste texto, conforme a NBR 6023:2018 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Responsabilidade civil da companhia por falha informacional: (in)suficiência do estudo de eventos como parâmetro para a determinação do nexu causal. *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil*, Belo Horizonte, v. 33, n. 1, p. 217-262, jan./mar. 2024. DOI: 10.33242/rbdc.2024.01.010. Parecer.

Recebido em: 26.02.2024

Aprovado em: 26.02.2024