

RESENHA À OBRA *RESPONSABILIDADE SOCIETÁRIA: DANOS CAUSADOS PELOS ADMINISTRADORES*, DE WEBER, ANA CAROLINA. SÃO PAULO: QUARTIER LATIN, 2021

Nelson Eizirik

Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo. Parecerista e árbitro.
Professor da Faculdade de Direito da FGV-Rio de Janeiro.
Orcid: <https://orcid.org/my-orcid?orcid=0000-0002-1755-3547>.
E-mail: nelson@eizirik.com.br.

Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores consiste em obra resultante da tese de doutorado de Ana Carolina Weber, aprovada pela Faculdade de Direito da USP. Ademais, trata-se de um trabalho de grande relevância prática, posto que, no momento, temos ações judiciais e arbitrais movidas contra grandes companhias abertas, seus administradores e acionistas controladores, em que se discutem várias questões analisadas no trabalho, que resulta em uma obra de grande fôlego, inovadora e que constitui importante marco no direito societário brasileiro.

No livro, Ana Carolina Weber consegue conciliar fundamentos essenciais do direito civil com os princípios do direito societário, algo indispensável para a análise da responsabilidade dos administradores de sociedades por ações. Ademais, a sua experiência prática na advocacia societária permite-lhe “separar o joio do trigo”, mergulhando nas discussões doutrinárias importantes e com consequências práticas, relegando a um segundo plano as irrelevantes.

Nos capítulos iniciais, Ana Carolina Weber “prepara o terreno”, analisando os princípios que norteiam a responsabilidade dos administradores das companhias, com atenção especial aos seguintes pontos: as hipóteses legais de responsabilidade societária, decorrentes de sua atuação dolosa ou culposa, em infração à lei ou ao estatuto, ou em desobediência ao seu dever de diligência. Discute, em seguida, a necessária diferenciação entre a recuperação dos danos causados pelos administradores, se diretamente ao patrimônio da companhia ou

se ao patrimônio dos acionistas, assim como a eficácia das ações previstas no art. 159 da Lei das S.A.

Trata, a seguir, de estabelecer uma diferenciação fundamental entre o patrimônio da companhia e o patrimônio dos acionistas, em seus conceitos jurídico e financeiro, demonstrando como a ação constitui uma sobreposição entre ambos, noções que serão retomadas ao analisar a responsabilidade societária dos administradores das sociedades por ações.

No capítulo terceiro, analisa a tormentosa questão dos danos diretos e indiretos resultantes da atuação dos administradores, partindo das noções atinentes ao direito civil, particularmente da questão do nexo causal. Descreve as principais teorias discutidas pela doutrina civilista aqui e no direito comparado, concluindo pela prevalência, entre nós, da teoria da relação causal imediata, na vertente da necessidade da causa para a ocorrência do dano, dada a redação do art. 403 do Código Civil. Discute, apresentando comentários críticos, os principais casos já decididos pelo Superior Tribunal de Justiça.

Em seguida, Ana Carolina Weber estuda a questão, ora tão discutida em vários procedimentos arbitrais, da responsabilidade eventualmente decorrente da oscilação das ações de companhias abertas em bolsa, quando alegadamente causada pela atuação ilegal dos administradores. Para tanto, parte da análise da teoria da *Fraud on the Market*, desenvolvida nos EUA, notadamente a partir da decisão da Corte Suprema no caso *Basic Inc. v. Levinson*, mostrando como tal julgamento constituiu um importante incentivo ao desenvolvimento de ações judiciais de tal natureza, propostas em geral contra as companhias. Descreve a intensa discussão travada naquele país, na doutrina e na jurisprudência, sobre a questão do *loss causation*, do liame causal entre a informação enganosa e o prejuízo sofrido pelos investidores. A partir do caso *Dura*, também julgado pela Corte Suprema, passa-se a considerar que a configuração do dano pressuporia o ajuste da cotação “inflada” da ação, isto é, deveria ocorrer uma reação do mercado à correção da informação enganosa que fosse capaz de eliminar o valor da ação falsamente incrementado. Mas, observa, a grande questão ainda não teria sido enfrentada: como deveria ser comprovada a correção do valor da ação no mercado secundário?

Discute, ainda no Capítulo 4, como vem sendo repensada a teoria nos dias atuais, posto que há duras críticas a alguns de seus elementos fundamentais: as dificuldades da existência, no mundo real, de um “mercado eficiente”, em que as cotações das ações reagem unicamente às novas informações (os economistas sabem que se trata de um “modelo ideal”); sua aplicação pode ser indiferente para os investidores que têm carteiras diversificadas, operam com *hedge*, perdendo e ganhando com as oscilações das ações; a priorização dos interesses dos investidores litigantes, em detrimento dos acionistas que preservam as ações

emitidas pela companhia condenada a pagar a indenização; e os elevados custos de transação, principalmente com honorários de advogados.

Ora, como demonstra mais à frente, é extremamente difícil aceitar que prejuízos decorrentes da oscilação das ações em bolsa de valores possam ser indenizáveis. Com efeito, o mercado secundário de ações constitui, por definição, um mercado de risco. Risco desejado pelos investidores, que aceitam as incertezas das perdas, pois a álea pode lhes trazer também ganhos significativos.

O dano, para ser indenizado, em nosso sistema jurídico, deve ser certo. Queda na cotação de ações pode configurar perda indenizável? E se a cotação da ação voltar a subir? O que se conclui, com a autora, é que cotação de ações no mercado secundário não pode ser tida como definidora de dano indenizável. A cotação constitui uma referência influenciada pela execução de um conjunto de ordens de compra e venda das ações, como tal sendo objeto de contínuo ajustamento; não pode ser vista como justificativa para caracterizar dano indenizável, pois falta-lhe o requisito da certeza de perda patrimonial.

Assim, o investidor que pleiteia a indenização deve demonstrar que a perda patrimonial que sofreu (venda a um preço inferior ao que pagou pela ação) não representa reflexo do dano sofrido pela companhia, ou seja, sua perda é direta; e que foi atingido de modo singular, ainda que outros também o tenham sido. Autorizar a reparação de danos indiretos representaria uma subversão à ordem patrimonial existente desde a constituição da companhia, dada a separação entre o patrimônio da sociedade e o do sócio, assim como privilegiar alguns acionistas (os autores da demanda) em detrimento dos outros, que não litigaram.

No capítulo quinto, a autora analisa os meios de recuperação de danos, destacando-se algumas discussões relevantes sobre: a ação civil pública (só o MP tem legitimidade ativa? E a CVM? E as associações de investidores?); o termo de compromisso firmado com a CVM, quando o indiciado no processo sancionador se compromete a indenizar os investidores lesados; os mecanismos de autorregulação, como o de ressarcimento de prejuízos, administrado pela Bolsa Supervisão de Mercados e as sanções que podem ser aplicadas pela B3; a via arbitral, ora tão em voga, com ênfase nos efeitos da cláusula compromissória estatutária com relação aos administradores da companhia.

Do capítulo final, destaco algumas conclusões relevantes. Primeiro, levando em consideração a experiência norte-americana e adaptando-a aos princípios do direito brasileiro, o dever de indenizar decorrente das alterações nas cotações no mercado secundário deve ter em conta os seguintes elementos fundamentais: o risco é inerente ao mercado secundário; a cotação das ações não goza de certeza e tampouco configura alteração patrimonial necessária para a caracterização do dano indenizável; apenas seria possível cogitar-se de perdas ressarcíveis no caso

da alienação de ações a preços inferiores aos de sua aquisição; a reparação deve limitar-se aos danos diretos. E mais: a despeito das dificuldades para a configuração do nexa causal, não seria recomendável valer-se da presunção do nexa causal.

Já se vai longa esta resenha, imagino que percebe o leitor meu entusiasmo pela obra; asseguro-lhe que está diante de um excelente trabalho, original, logicamente estruturado, e contendo o que há de mais significativo na doutrina e na jurisprudência, de grande relevância, pois, para o desenvolvimento de nosso direito societário.

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

WEBER, Ana Carolina. Responsabilidade societária: danos causados pelos administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2021. Resenha de: EIZIRIK, Nelson. *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil*, Belo Horizonte, v. 31, n. 3, p. 261-264, jul./set. 2022. DOI: 10.33242/rbdc.2022.03.015.

Recebido em: 04.10.2022

Aprovado em: 04.10.2022