

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS – CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND

RESPONSABILIDADE CIVIL DAS COMPANHIAS ABERTAS POR
DESCUMPRIMENTO DO DEVER DE INFORMAÇÃO

MATHEUS LAPA AMARAL DE CASTRO ALMEIDA

Rio de Janeiro

2025

MATHEUS LAPA AMARAL DE CASTRO ALEMIDA

**RESPONSABILIDADE CIVIL DAS COMPANHIAS ABERTAS POR
DESCUMPRIMENTO DO DEVER DE INFORMAÇÃO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Me. Allan Nascimento Turano**.

Data da Aprovação: 12/06/2025

Banca examinadora:

Orientador: Professor Me. Allan Nascimento Turano

Membro da Banca: Prof. Bráulio Bicalho

Membro da Banca: Rogério de Carvalho

Rio de Janeiro

2025

CIP - Catalogação na Publicação

A447r Almeida, Matheus Lapa Amaral de Castro
 Responsabilidade Civil das Companhias Abertas
 por Descumprimento do Dever de Informação / Matheus
 Lapa Amaral de Castro Almeida. -- Rio de Janeiro,
 2025.
 49 f.

 Orientador: Allan Nascimento Turano.
 Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
 Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
 Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2025.

 1. Mercado de Capitais. 2. Companhia Aberta. 3.
 Responsabilidade Civil. 4. Falha no dever de
 informação. I. Turano, Allan Nascimento, orient. II.
 Título.

AGRADECIMENTOS

Diferente do esperado de um estudante de direito e de alguém que fala muito, nunca fui muito bom com as palavras. Escrever estes agradecimentos, talvez, tenha sido a parte mais difícil deste trabalho, mas não poderia deixar de registrar meus sentimentos e gratidão por todos que estiveram ao meu lado durante essa jornada.

Primeiramente, agradeço à minha mãe, Madelon Lapa de Almeida, que desde sempre lutou e abdicou de tudo pela minha felicidade. Você é minha maior confidente e minha melhor amiga. É você que procuro quando não consigo resolver um problema, quando quero colo, quando estou triste ou quando estou feliz. Muito obrigado por sempre estar ao meu lado e ser minha maior incentivadora. A você dedico todo o meu amor.

Agradeço também a todos que estão comigo e me aturaram desde antes do começo desta jornada: Lais, Luiza, Joh, Fernanda e Bia. Vocês estiveram comigo em cada passo que dei até chegar aqui. Cada riso, choro, angústia, perrengue, noite de filme (juntos ou à distância) e desabafos. Sem vocês, a caminhada teria sido muito mais árdua. Muito obrigado por sempre estarem comigo.

Além disso, não poderia deixar de agradecer às pessoas com quem dividi os últimos cinco anos dentro desta faculdade: Renan, Vitória Flor, Julliana Saliba, Fernanda Rodrigues, Cristal, Julia Abate e Ana Julia. Vocês estiveram comigo em cada prova, jogos, órfãos, recepção de calouros e pelos corredores da faculdade, onde dividimos angústias, fofocas e risadas. Sem vocês, a Faculdade Nacional de Direito não seria tão especial. Muito obrigado por terem me acompanhado nesta jornada.

Faço aqui um agradecimento especial à Isabel. Durante esses quatro anos (perdemos o primeiro para a pandemia), você esteve ao meu lado dentro e fora dos corredores. Você foi minha ouvinte, a quem contei minhas maiores angústias, e minha maior parceira, com quem dei as melhores risadas. Muito obrigado pelos cafés da manhã superfaturados, pelas voltas na cidade de Vassouras, pelos carnavais, pelas brigas (que não foram poucas), pelos abraços apertados e por superar o desafio de me aturar por tanto tempo. Afinal de contas, "nothin' really matters and nothin' really hurts. We can't talk about it. It'll only make it worse."

Aos colegas de Trench, Rossi e Watanabe, Mauricio Sada e Julia Ribeiro, obrigado por terem paciência e por todos os ensinamentos e apoio nessa trajetória. Aos amigos que dividem baia comigo, Mari Telles, Lud, Ste, Valuche, Bia, Vic e Gabriel, obrigado pelos almoços e fofocas. Vocês fazem ir para o escritório ser uma tarefa mais fácil. Aqui deixo também meu muito obrigado a Felipe Miranda. Se não fosse por você, conviver com essas e tantas outras pessoas incríveis não seria possível. Obrigado por dividir bons e maus momentos comigo dentro e fora do escritório.

Por fim, para todos aqueles que, de algum modo, cruzaram meu caminho nesses cinco anos pelos corredores da Faculdade Nacional de Direito ou fora, aqui vai também um agradecimento especial ao Professor Allan Turano, pela orientação, paciência e cuidado neste trabalho.

Escrevo estes agradecimentos com o coração apertado e lágrimas nos olhos, logo após terminar este trabalho. Foram cinco anos dentro da Faculdade Nacional de Direito. Há cinco anos, aprendi que existe uma paixão que vem lá do centro.

RESUMO

A presente monografia é um estudo, sob a perspectiva do Direito brasileiro em vigor, sobre a responsabilidade civil das companhias de capital aberto, perante investidores que sofreram danos, decorrentes de falhas informacional, no mercado de capitais. A partir disto, propõe-se entender, sob o prisma do Direito Societário, Direito Civil e do Direito do Mercado de Capitais, se é possível, e sob quais circunstâncias, responsabilizar a companhia aberta, na esfera cível, por danos eventualmente sofridos por investidores que sejam decorrentes de falhas no cumprimento do regime de transparência aplicável às emissoras no âmbito do mercado de capitais, com fundamento na cláusula geral de responsabilidade civil extracontratual existente no Direito brasileiro (cf. artigos 186 e 927, caput, do Código Civil).

Palavras-chave: responsabilidade civil; companhia aberta; falha no dever de informação; mercado de valores mobiliários.

ABSTRACT

This study is an overview, from the perspective of current Brazilian law, of the civil liability of public-held companies to investors who have suffered damage as a result of informational failures in the capital markets. Based on this, it is proposed to understand, from the perspective of Corporate Law, Civil Law and Capital Markets Law, whether it is possible, and under what circumstances, to hold a public-held companies liable, in the civil sphere, for any damages suffered by investors resulting from failures to comply with the transparency regime applicable to issuers in the capital markets, based on the general clause of non-contractual civil liability existing in Brazilian Law (in accordance with articles 186 and 927, caput, of the Brazilian Civil Code).

Keywords: civil liability; public-held companies; failure in the duty of information; securities market.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
1. DEVER DE INFORMAÇÃO	13
1.1. O dever de informação da companhia aberta	13
1.1.1. Os objetivos da divulgação de informação pela companhia aberta	15
1.1.2. A companhia como sujeito passivo do dever de divulgar informações no mercado de capitais	16
1.2. O dever de informar dos administradores	18
1.3. Os investidores no mercado de capitais	21
1.4. Falha no dever de informar	23
2. RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA ABERTA POR DANOS AOS INVESTIDORES	28
2.1. A capacidade da companhia de cometer atos ilícitos	28
2.2. A responsabilidade da companhia por ato de seus administradores	28
2.3. Ausência de normas sobre a responsabilidade civil da companhia aberta	33
2.4. A responsabilidade extracontratual da companhia	36
2.5. O modelo de responsabilidade subjetiva	37
2.6. Ato ilícito: descumprimento do dever de informar	39
2.7. Dano: prejuízo causado aos investidores pela falha na informação	41
2.8. Nexo de causalidade: relação entre a falha de informação e o dano	45
3. JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA ACERCA DA RESPONSABILIDADE CIVIL DE COMPANHIA ABERTA POR FALHA INFORMACIONAL	49
CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS	53

INTRODUÇÃO

A divulgação de informações precisas e verídicas, pelas companhias abertas, é um elemento essencial para o adequado funcionamento do mercado de capitais, isso porque os investidores utilizam destas informações tornadas públicas para atribuir aos ativos de seu interesse o preço que, em sua avaliação, se é devido e decidir se devem investir ou não em determinado ativo.

As empresas de capital aberto, por vezes, não seguem rigorosamente os critérios de precisão, veracidade e integralidade estabelecidos pelo regime de transparência vigente. Embora essa prática seja indesejável do ponto de vista regulatório, não é incomum que informações imprecisas, falsas ou incompletas sejam disseminadas entre os participantes do mercado¹.

Essa atitude das companhias ferem o ideal de funcionamento do mercado de capitais, além das legislações e regulamentações que o regem, fazendo com que os investidores tomem decisões diferentes do que o esperado caso tivessem acesso às informações completas, precisas e verídicas. Desse modo, a falha informacional propagada pela companhia pode levar, inclusive, à formação de preços “falsos” a seus ativos e valores mobiliários, que não seriam alcançados caso a divulgação de informações tivesse sido realizada seguindo os preceitos determinados pelo regime da transparência.

Assim, o ato de investir que já é, manifestamente, um jogo de probabilidades em que o investidor sempre busca, por meio das informações que lhe são disponibilizadas, prever eventos futuros para mitigar o risco que assume² se torna ainda mais incerto com a formação de preços artificiais. A realidade é que a atitude das companhias abertas altera o mercado secundário, agravando ainda mais as chances de eventuais perdas dos investidores. Em outras palavras, com a divulgação de informações imprecisas as companhias abertas podem fazer com que os

¹ PRADO, Viviane Muller; ROSSI, Maria Cecilia; e SILVEIRA, Alexandre di Miceli. Decisões da CVM em Matéria Societária no Período de 2000 a 2006. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 37. 2007. Pp. 88-106.

² ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores Mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 9, p. 62-88, 2000. p. 70.

investidores sofram com prejuízos que não ocorreriam se tivessem cumprido com suas obrigações referentes ao dever de informação.

Assim, sendo certa a probabilidade de prejuízos em razão da divulgação de informações falsas pelas companhias abertas, deve-se investigar quais são os remédios oferecidos pelo direito, para se ressarcir os investidores individualmente lesados³. A possibilidade jurídica, e sua adequação econômica, da responsabilização civil de companhias abertas, por danos individuais sofridos por investidores em razão de falhas na divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais, bem como os limites e critérios de sua aplicação estão cada dia mais presentes no mercado.

O sistema judiciário norte-americano, como esperado, devido a seu aquecido mercado secundário, foi o primeiro a recepcionar ações propostas por investidores lesados em face de companhias abertas, como será abordado mais profundamente a diante.

Já na jurisdição brasileira, a questão apenas passou a ser tratada com a publicização de casos em que companhias brasileiras que possuem valores mobiliários negociados nos Estados Unidos foram incluídas no polo passivo de ações individuais e coletivas (*class actions*) relativas à responsabilização das próprias companhias perante os seus investidores, em razão da divulgação de informações falsas no mercado de capitais. Alguns desses casos relevantes são os processos iniciados em face da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobrás)⁴ no contexto das revelações da Operação Lava Jato e, mais recentemente, o caso da Lojas Americanas SA.

Com a divulgação destes casos, começou-se a discutir dentro do ambiente jurídico brasileiro a possibilidade de se responsabilizar civilmente as companhias abertas pela indenização de investidores que negociaram no mercado secundário e sofreram danos causados pela falha na divulgação de informações⁵.

³ PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 396

⁴ PETROBRAS SECURITIES LITIGATION. Disponível em: <http://www.petrobrassecuritieslitigation.com/>. Acesso em: 05 jun. 2025.

⁵ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 12

Desse modo, considerando que o investidor que comprou, vendeu e/ou deixou de comprar valores mobiliários devido à divulgação de informações imprecisas e inverídicas pelas companhias abertas deve ter seu prejuízo reparado, por meio de ressarcimento na esfera civil. É necessário, para que seja garantida a efetiva tutela dos interesses de tais investidores, que se construa um ambiente institucional seguro, pautado em regras precisas e que favoreçam o crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro⁶.

Ainda que existam regulamentações da CVM que determinem a divulgação de informações precisas e verídicas pelas emissoras de valores mobiliários, o sistema jurídico brasileiro ainda carece de mecanismos para solucionar quando essas regulamentações não são respeitadas. Atualmente, a responsabilidade civil das companhias, por vias individuais, é apenas tratada pelo procedimento de tutela coletiva, pela via da ação civil pública. Contudo, a complexidade do fenômeno prático exige uma busca mais aprofundada das normas jurídicas que lhe são aplicáveis.

Este projeto busca, portanto, apresentar e analisar a falha na divulgação de informações pelas companhias abertas no mercado de valores mobiliários e quais são os possíveis impactos na esfera jurídica individual dos participantes e, por consequência, o dever destas companhias de indenizar os danos a eles causados.

Para a pesquisa e exposição da situação mencionada acima, pretende-se, seguindo uma metodologia dedutiva e uma abordagem qualitativa, realizando uma pesquisa exploratória a partir de fontes documentais, sobretudo em relação à artigos acadêmicos e à bibliografia regulatória, do dever de informação das companhias abertas no mercado de capitais as quais são as atuais consequências por infringi-las.

Será realizada também uma breve análise das respostas oferecidas por outros sistemas jurídicos, utilizando-se do método do direito comparado, uma vez que, embora o tema seja recente para a jurisdição brasileira, como mencionado anteriormente, ele é amplamente discutido em outras jurisdições.

⁶ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 12

A escolha da análise documental como metodologia para a esta monografia foi feita com base na capacidade que tal método possui de propiciar a pesquisa e análise de produções documentais diversas, desde estudos e pesquisas anteriores já realizadas a legislações passadas e vigentes, o que permite a discussão e compreensão de arcabouço literário e legal existente, de forma a identificar os principais conceitos, teorias e debates relacionados ao tema a ser exposto.

1. DEVER DE INFORMAÇÃO

1.1. O dever de informação da companhia aberta

O regime jurídico do mercado de capitais tem como um de seus pilares a ampla divulgação de informações de forma a permitir que os investidores possam tomar suas decisões quanto a compra e venda de valores mobiliários à luz das informações disponíveis no mercado com segurança. Assim, as informações prestadas são essenciais para o adequado e regular funcionamento do mercado e do processo de formação de preços dos ativos, promovendo sua maior eficiência⁷.

Para disciplinar a divulgação de informação na esfera do mercado de capitais, a legislação e a regulamentação contemplam normas que determinam sua divulgação obrigatória, proíbem o uso de informações privilegiadas, vedam práticas fraudulentas e a alteração do mecanismo de formação dos preços e preveem formas de sanção caso um indivíduo ou ente descumpra com seus deveres.

De acordo com a legislação brasileira, incluindo as normas emitidas pela CVM, é possível identificar pessoas obrigadas a prestar informações ao mercado, sendo elas: (i) a própria companhia (emissora de valores mobiliários nos termos da regulamentação da CVM e da Lei nº 6.385/1976), (ii) os administradores (art. 157 da Lei nº 6.404/1976), (iii) a mesa diretora da assembleia geral na qual forem eleitos membros do conselho de administração por voto múltiplo, com relação ao número de votos necessários para a eleição de cada membro (art. 141, § 1, da Lei nº 6.404/1976), (iv) os membros do conselho fiscal (art. 165-A, da Lei nº 6.404/1976), (v) o ofertante de valores mobiliários no contexto de oferta pública que dependa de registro na CVM (nos termos das obrigações previstas na Instrução CVM nº 400/2003), (vi) o adquirente de controle de companhia aberta (art. 259, da Lei nº 6.404/1976 em conjunto com as obrigações previstas na Instrução CVM nº 361/2002), e (vii) acionistas controladores e acionistas que elejam membro do conselho de administração ou conselho fiscal (art. 116-A, da Lei nº 6.404/1976).⁸

⁷ COMPARATO, Fábio Konder. **O Princípio da Informação Completa no Mercado de Capitais**. In COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial. Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva. 1990. p. 333.

⁸ MILLER, Daniel Schiavoni. Governança corporativa e full disclosure: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo;

O que se nota é que a atual base normativa brasileira estipula que a obrigação de divulgar informações da companhia pode ser analisada por meio de três principais eixos, que contemplam acionistas, investidores de mercado ou ambos⁹, sendo que existem regras que obrigam: (i) os administradores a divulgar informações aos acionistas e aos investidores de mercado, (ii) o emissor de valores mobiliários a divulgar informações a investidores de mercado; e (iii) o acionista controlador e relevantes divulgar informações ao mercado a respeito de suas posições acionárias.

Nesse sentido, pode-se aferir que as informações divulgadas ao público buscam “atender interesses tanto de membros da sociedade quanto do mercado” enquanto outras têm por objetivo “atender apenas a demandas internas focadas, usualmente, na criação e preservação da confiança entre sócios e administradores da sociedade”¹⁰. Logo, são gerados dois grupos distintos que possuem o direito a receber as informações sociais, sendo eles, os acionistas e obrigacionistas (atuais investidores); e os investidores potenciais e, portanto, o próprio mercado¹¹.

Ambos os grupos são tutelados pelas normas que determinam e delimitam o dever de informar do administrador, que estão presentes, conforme mencionado anteriormente, na Lei nº 6.404/1976, e pelas regras que governam o dever de informar da própria companhia aberta, no papel de emissora de valores mobiliários, que estão dispostas na Lei nº 6.385/1976¹², assim como nas normativas da CVM que dispõem sobre o assunto.

Contudo, mesmo que os deveres de informação estejam previstos em diversas normativas diferentes, não se deve analisá-las como se fossem microssistemas distintos, mas sim, como sistemas complementares de transparência. Tal concepção, inclusive, foi reconhecido pela Lei

CORRÊA, Rodrigo. **Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capital**. São Paulo: Lazulli Editora, 2004 P. 102 - 103.

⁹ SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; JÚNIOR, Walfrido Jorge Warde; TAVARES GUERREIRO, Carolina Dias (Org.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 219.

¹⁰ *Ibidem*. p. 217.

¹¹ MILLER, Daniel Schiavoni. Governança corporativa e full disclosure: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo. **Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capital**. São Paulo: Lazulli Editora, 2004. p. 120.

¹² SZTAJN, Rachel. Op. cit. p. 232.

nº 6.385/1976 ao indicar a CVM como órgão competente para “regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedade por ações”¹³.

Em geral, todas essas normas são estabelecidas com a finalidade de promover a transparência e a redução da disparidade de informação entre os agentes econômicos, de forma a maximizar a eficiência do mercado, tornando-o mais consistente e, por consequência, aumentando a confiança dos investidores, que poderão tomar decisões de investimento ou desinvestimento que deverão refletir de forma precisa os riscos avaliados previamente¹⁴.

Com isso, busca-se que as companhias abertas efetivamente divulguem as suas informações, atendendo as exigências do conteúdo mínimo a ser divulgado, da periodicidade, bem como o formato que as informações devem ser divulgadas¹⁵, seja através da prescrição ou pela sanção em caso de eventuais descumprimentos¹⁶.

1.1.1. Os objetivos da divulgação de informação pela companhia aberta

A função imediata da disponibilização de informações pelas companhias abertas aos participantes do mercado de valores mobiliários é proporcionar-lhes mais e melhores dados sobre a condição das companhias, de seus ativos e de seus investimentos. Em suma, busca-se oferecer um retrato fidedigno da realidade da emissora e dos demais aspectos relevantes que venham a ser apresentados¹⁷.

Contudo, além dessa função evidente, a divulgação de informações pelas companhias abertas desempenha mais duas funções reflexas. A primeira diz respeito a tomada de decisão do investidor de quando comprar, não comprar, vender ou não vender as ações negociadas no

¹³ Art. 8º, I, da Lei nº 6.385/1976

¹⁴ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 26

¹⁵ A Sociedade de Capital Aberto e a Informação do Acionista. In WALD, Arnoldo. Estudos e Pareceres de Direito Comercial. **Problemas Comerciais e Fiscais da Empresa Contemporânea**. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1972, p. 212

¹⁶ FORGIONI, Paula Andrea. A Evolução do Direito Comercial Brasileiro. **Da Mercancia ao Mercado**, 3ª ed.. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2018. p. 165.

¹⁷ BARROS, *op. cit.* p. 29

mercado por aquela companhia aberta¹⁸. Essa decisão, além dos demais fatores como o nível de risco que o investidor está disposto a tomar, é diretamente impactada por qualquer informação operacional e financeira divulgada pela sociedade.

A segunda, estritamente relacionada à anterior, é a correta formação de preço dos ativos negociados no mercado de capitais¹⁹. Considerando que as informações disponibilizadas pelos emissores de valores mobiliários, em linhas gerais, determinam as decisões dos investidores sobre investir ou não em determinado ativo é esperado que o preço dos valores mobiliários reflita as informações que foram disponibilizadas ao mercado e atinja um valor que, dentro deste contexto, lhe seja o “correspondente”.

Logo, o regime de transparência do mercado de capitais não é tão somente uma forma de se garantir os direitos decorrentes da posição de acionista ou de detentor de títulos ou valores mobiliários²⁰, mas também um método de orientar a atuação de futuros investidores e regular a precificação dos ativos do mercado²¹.

Dessa forma, pode-se concluir que as informações de disponibilização obrigatórias são essenciais para que os investidores possam tomar, sem correr demasiados riscos, suas decisões negociais e orientar seu comportamento no mercado. E, por isso, o descumprimento com o regime de transparência também deve ser entendido como causa de responsabilização dos envolvidos, que falharam em seguir os deveres que lhe são impostos²².

1.1.2. A companhia como sujeito passivo do dever de divulgar informações no mercado de capitais

¹⁸ *Ibidem*. p. 29 - 30

¹⁹ “[...] Em relação à divulgação de fatos relevantes, mandatória nos termos da Instrução CVM nº 358/2002, o que se busca resguardar é a qualidade das informações disponíveis no mercado de capitais, essenciais para a precificação dos ativos ofertados” (TJSP, Agravo de Instrumento nº 2185541-19.2016.8.26.0000, Rel. Des. Cesar Ciampolini, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 22.02.2017).

²⁰ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 31

²¹ CÂMARA, Paulo. Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, v.2. 1998. pp. 82, 88 e 91

²² BARROS, *op. cit.* p. 31 - 32.

A companhia aberta, por manter integralmente uma relação externa com o mercado e com os investidores, se torna o principal sujeito passivo do regime de transparência²³ se submetendo às regras impostas pelo regime jurídico²⁴ que norteia o mercado de capitais e devendo preparar e divulgar informações verídicas, completas e dentro dos padrões estabelecidos.

Deve-se observar que as normas jurídicas que regem o mercado de capital podem imputar o dever de divulgação de informação diretamente às companhias (imputação direta) ou podem atribuir a órgãos sociais e/ou seus integrantes (imputação indireta)²⁵, de qualquer forma o sujeito primário e direto são as emissoras de valores mobiliários, pois o dever de prestar informações é inerente à sua condição de companhia aberta.

O que ocorre nos casos de imputação indireta é que os integrantes dos órgãos sociais, conforme suas responsabilidades legais e estatutárias, agem representando as companhias abertas conforme suas funções²⁶. Deste modo, esses indivíduos são sujeitos a proceder à divulgação de informações, como o caso dos administradores em caso de divulgação de fato relevante, possuindo responsabilidades próprias, mas cujo dever se cumula com as obrigações da própria companhia aberta que fazem parte²⁷.

Deve-se atentar ainda que integrantes dos órgãos sociais da companhia podem ser responsabilizados pessoalmente pelos atos que praticam enquanto estão a representando - o que inclui a divulgação de informações sociais - e as penalidades que lhes serão aplicadas decorrente de violação realizadas poderão ser aplicadas, de forma cumulativa, às companhias.

Acreditar, no entanto, que ao responsabilizar pessoalmente apenas os integrantes dos órgãos sociais automaticamente a companhia ficaria livre de qualquer mazela seria ir de afronta com os próprios objetivos das normas existentes que as preceituam como sujeitos distintos que participam do mercado de capitais, como foi descrito no subcapítulo 1.1. Assim como não seria

²³ BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro. Renovar, 1998. p. 92.

²⁴ BARROS, *op. cit.* p. 38.

²⁵ GONÇALVES, Diogo Costa. **O Dever de Comunicação dos Administradores ao Banco de Portugal – Algumas Reflexos**. Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, v.1, n. 3. 2019. p. 275-276.

²⁶ MENEZES CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e. **SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais**. Coimbra. Almedina. 2009. p. 214.

²⁷ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 40

compatível com a ideia de sociedade, personalidade jurídica e de sua autonomia patrimonial que diferencia a companhia de seus integrantes e acionistas e a torna um centro próprio de imputação de direitos e obrigações.²⁸

Outro ponto importante é que a companhia é o ente que ao entrar no mercado de valores mobiliários auferir todos os benefícios atrelados a este *status*²⁹. Portanto, são elas que devem assumir os riscos e responsabilidades relacionados a esse sistema jurídico e, por consequência, devem ser responsabilizadas por suas falhas³⁰. De mesmo modo, são as emissoras as titulares das informações que devem ser disponibilizadas ao mercado, já que dizem respeito a suas próprias atividades sociais e aos valores mobiliários de sua emissão³¹.

Condizente com tal entendimento, o regime jurídico especial do mercado de capitais impõe deveres de divulgação de informação, essencialmente, às próprias companhias abertas, ou seja, a lei imputa a responsabilidade diretamente às sociedades que acessam o mercado de capitais. Por isso, desde o princípio dos trabalhos legislativos da Lei nº 6.385/1976, o dever de divulgar informações ao público é da emissora, de modo que possibilite a avaliação econômico-financeira e de seus valores mobiliários, por parte dos investidores³².

Os deveres imputados às companhias abertas são de extrema relevância para a construção da responsabilidade civil por falhas na divulgação de informações, pois uma vez ocorrido o descumprimento desta obrigação dará origem à responsabilidade e, tão logo, o dever de indenizar³³.

1.2. O dever de informar dos administradores

²⁸ *Loc. cit.*

²⁹ FORGIONI, Paula Andrea. **Contratos Empresariais – Teoria Geral e Aplicação**, 2ª ed.. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2016, pp. 118-120

³⁰ MOREIRA, Alberto Camiñe. A Ação Civil Pública da Lei 7.913/89 entre o Direito Coletivo e o Direito Societário. In CARVALHOSA, Modesto Souza Barros; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e WALD Arnoldo (orgs.). **A Responsabilidade Civil da Empresa perante Investidores**. São Paulo: Quartier latin. 2018, p. 342.

³¹ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 41.

³² *Ibidem*. p. 43

³³ *Loc. cit.*

Ainda que se tenha demonstrado que a responsabilização dos integrantes da companhia aberta não exime responsabilidade da emissora de valores mobiliários devido a sua falha no dever de prestar informações precisas e verídicas é necessário adentrar, mesmo que brevemente, no dever de informar dos administradores, pois, por muitas vezes, ele pode se confundir com o próprio dever da companhia, especialmente no que diz respeito ao acontecimento de um fato relevante³⁴, como será visto mais adiante.

O dever de informar do administrador da companhia aberta previsto no art. 157, Lei nº 6.404/1976 é uma inovação societária no Brasil, pois não era previsto nas legislações anteriores. Seus principais objetivos são: “(i) permitir o conhecimento dos valores mobiliários de propriedade dos administradores; (ii) facilitar o combate ao *insider trading*; e, o principal de todos, (iii) obrigar a divulgação dos fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia³⁵.”

Nesse sentido, o art. 157, Lei nº 6.404/1976 cria um dever fiduciário de informação ao administrador da sociedade anônima³⁶, uma vez que os deveres estabelecidos por tal dispositivo decorrem de funções atribuídas aos órgãos da administração e que exigem certos padrões de conduta das pessoas naturais que ocupam tais órgãos. Isso porque, mesmo que os deveres fiduciários sejam estabelecidos entre os administradores e a companhia a que estão vinculados, os acionistas tornam-se seus destinatários quando seus interesses particulares convergem com o interesse social da companhia.

O art. 157, Lei nº 6.404/1976 também estabelece duas hipóteses objetivas e duas hipóteses subjetivas de divulgação de informação. De forma concisa, as hipóteses objetivas não podem ser objeto de ponderação pelos administradores, visto que são claras quanto ao seu conteúdo, enquanto, no caso das hipóteses subjetivas, os administradores devem exercer o seu juízo para decidir pela revelação ou manutenção do sigilo da informação³⁷.

³⁴ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 73-74.

³⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2.

³⁶ MILLER, Daniel Schiavoni. Governança corporativa e full disclosure: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTADIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo. **Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capital**. São Paulo: Lazulli Editora, 2004. p. 120.

³⁷ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 77.

As hipóteses objetivas da divulgação dizem respeito à obrigação do administrador de informar sua posição acionária e sua titularidade de certos valores mobiliários de emissão da companhia (art. 157, caput e §6) e à obrigação dos administradores de prestar certas informações à assembleia geral ordinária da sociedade, mediante requerimento de acionistas que representem 5% ou mais do capital social (art. 157, §1º, alíneas “a” a “d”).

Já as hipóteses subjetivas de divulgação de informação, são aquelas que podem ser afastadas por decisão do administrador e referem-se à obrigação de divulgar ato ou fato relevante nos negócios da companhia à assembleia geral ordinária (art. 157, §1º, “e”); e à obrigação de comunicar imediatamente à bolsa de valores e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influenciar, de forma ponderável, a tomada de decisão dos investidores de mercado (art. 157, §4º).

As hipóteses subjetivas previstas no art. 157, Lei nº 6.404/1976 versam, em sua essência, sobre a revelação de ato ou fato relevante nos negócios sociais, diferenciando-se quanto ao destinatário da divulgação. Enquanto o art. 157, §1º, “e” exige a divulgação à própria companhia (seus acionistas), o art. 157, §4º, exige a divulgação imediata do ato ou fato relevante a todo o mercado, por meio de comunicação à bolsa de valores e divulgação por meio da imprensa.

Assim, a diferença entre a obrigação de divulgar ato ou fato relevante contida no art. 157, §1º, “e”, e a obrigação prevista no §4º do mesmo dispositivo refere-se, apenas, ao destinatário da informação, isto é, o acionista presente na assembleia geral ordinária e o investidor de mercado, respectivamente³⁸.

Contudo, uma obrigação não exime a outra, ou seja, ainda que o administrador realize a divulgação de um fato relevante aos acionistas presente na assembleia geral ordinária, ainda é necessário que o administrador realize a divulgação para todo o mercado. Não seria compatível com o sistema de transparência da companhia admitir que somente os acionistas presentes em

³⁸ CARVALHO, Gil Costa. Conselho de Administração e Diretoria. In: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Granda da Silva (Org.). **Comentários à lei das sociedades por ações: Lei nº 6.404, de 15.12.1976, atualizada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999. p. 486

assembleia geral ordinária possam ter acesso a determinados fatos ou atos relevantes dos negócios sociais.

Ainda que exista a obrigação de prestar a informação, as hipóteses subjetivas são revestidas de grau de escolha a ser exercida pelo administrador, pois ele pode decidir, de acordo com o melhor interesse da companhia, em que momento irá realizar a divulgação da informação. A própria Lei nº 6.404/1976 prevê, em seu art. 157, §5º, a possibilidade da informação ser mantida sob sigilo, caso a sua revelação ponha em risco interesse legítimo da companhia cabendo à CVM, por provocação ou de ofício, determinar a divulgação, se for o caso.

Assim, é nítido que o dever de informar do administrador se estabelece a necessidade de transparência na administração da companhia como emissora de valores mobiliários, mas não somente, ela se baseia na relação de confiança que se estabelece entre o administrador, a companhia e seus acionistas. E isto acaba, por vezes, sobrepondo para o mercado o dever de informar do administrador quando comparado com o próprio dever de informar da emissora dos valores mobiliários, isto é, da companhia³⁹.

1.3. Os investidores no mercado de capitais

Uma vez que as companhias abertas são os sujeitos passivos no regime de transparência do mercado de capitais, os destinatários e beneficiários destas regras estabelecidas são todos e quaisquer investidores⁴⁰.

É possível aferir tal noção ao verificar a competência da CVM que tem como finalidade, dentre outras, “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido” (art. 4, VI, Lei nº 6.385/1976) e também a proteção contra emissões irregulares de valores mobiliários (que pode se dar devido à falha

³⁹ CARVALHO, Gil Costa. Conselho de Administração e Diretoria. In: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Granda da Silva (Org.). **Comentários à lei das sociedades por ações: Lei nº 6.404, de 15.12.1976, atualizada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999. p. 486.

⁴⁰ COMPARATO, Fábio Konder. Competência Privativa do Conselho de Administração para a Designação de Diretores de Companhia Aberta. In COMPARATO, Fábio Konder. **Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense. 1981, p. 95

no dever de informar) e atos ilegais de administradores ou controladores conferida aos “titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado” (art. 4, IV, Lei nº 6.385/1976).

As normativas do mercado de capitais, em específico o art. 4, IV, Lei nº 6.385/1976, diferencia o grupo de investidores (amplo) e o grupo de titulares de valores mobiliários (restrito). Diante dessa clara distinção, o regime de transparência é propositalmente destinado ao conjunto amplo de investidores⁴¹. Dentro deste amplo grupo, considera-se todos os agentes econômicos que atuam no mercado de capitais, pois o comportamento de quaisquer desses indivíduos pode e será em algum momento influenciado pelas informações divulgadas pelas emissoras.

Desse modo, todos os agentes são beneficiários das regras de transparência e têm interesse na divulgação de informações por parte das companhias abertas⁴². Esse interesse é esperado e passível de tutela jurídica, já que as informações divulgadas farão com que eles tomem determinadas decisões sobre seus investimentos, conforme abordado anteriormente por este projeto.

Pode-se, então, entender que o comportamento de todos os investidores é, de certa forma, influenciado pelas informações divulgadas pelas companhias abertas no mercado de capitais, já que o preço dos ativos está, como já visto, estritamente relacionado às informações divulgadas⁴³.

Logo, ao se pensar em possíveis danos decorrentes de falhas informacionais, qualquer investidor pode ser lesado, sendo, ou não, acionista das companhias abertas que falharam na divulgação de informações. Tal fato se explica na medida em que todos os investidores possuem interesse nas informações prestadas pelas companhias abertas para orientar seus atos dentro do mercado de capitais, sendo, portanto, influenciados pelas imprecisões das informações

⁴¹ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 45.

⁴² FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e outros Escritos sobre Conflito de Interesses)**, 2ª ed.. São Paulo: Malheiros. 2014. pp. 19-22

⁴³ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 47.

divulgadas e, conseqüentemente, podendo ser prejudicados em caso de descumprimento do dever de transparência impostos às emissoras de valores mobiliários⁴⁴.

1.4. Falha no dever de informar

Identificar as nuances de uma informação divulgada no mercado de valores mobiliários não é tarefa fácil. Muitas vezes a diferença entre a falsidade e a imprecisão pode ser muito sutil e se apresentar de diferentes formas. Para conseguir diferenciar as duas é necessário, antes de tudo, identificar (i) a instrumentalidade da informação apresentada, (ii) o grau de subjetividade, e (iii) a materialidade da informação⁴⁵.

A instrumentalidade da informação está diretamente ligada à função que ela exerce. A informação exerce função econômica, pois gera impacto na decisão de investimento, função de fiscalização regulatória, pois auxilia a supervisão do mercado pelo seu regulador; e função jurídica ao fomentar a boa-fé objetiva das partes durante a execução de compra e venda de valores mobiliários⁴⁶.

A função econômica da informação é nítida, pois é a partir dela o investidor pode orientar melhor suas decisões, buscando a redução do risco, a melhora nas decisões operacionais dos empresários e a obtenção de lucros nas negociações de títulos⁴⁷.

Pode-se analisar a informação com viés econômico por meio de duas perspectivas (i) a informação como produto que pode ser transacionado e (ii) a informação como fato que influencia a tomada de decisões dos agentes e o desempenho do mercado de forma geral⁴⁸. Nesse sentido, a informação ou sua falta pode gerar um grande impacto no desempenho de mercados, uma vez que os investidores carecem de um alicerce seguro para subsidiar suas decisões e, por consequência, sua alocação de recursos. Logo, a falta de informação pode

⁴⁴ *Loc. cit.*

⁴⁵ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 108.

⁴⁶ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 119 -123

⁴⁷ *Ibidem*. p. 109.

⁴⁸ YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

prejudicar o funcionamento do mercado ao dificultar que agentes econômicos distribuam riscos e custos entre si de forma adequada⁴⁹.

Já a função de fiscalização regulatória está ligada ao monitoramento das informações realizada por órgãos reguladores, em específico a CVM, para garantir a integridade, a transparência e a eficiência do mercado de capitais. Por meio das informações divulgadas pelas companhias, tais órgãos monitoram e supervisionam a movimentação do mercado e de seus participantes.

Dessa forma, os órgãos reguladores buscam formular regulamentos que (i) obriguem a divulgação por meio de instrumentos que amparem todos os participantes do mercado, (ii) garantam a divulgação de todas as informações necessárias ao investidor, (iii) determinem a divulgação de forma igual, sem tratamento diferenciado a grupos de investidores, (iv) imponham a divulgação de informações periódicas; e (v) exijam a divulgação imediata de fatos relevantes para torná-los de conhecimento público imediato⁵⁰.

A função jurídica da informação tem característica negocial, pois possui estreita relação com a boa-fé objetiva que as partes de um negócio jurídico devem observar. A boa-fé objetiva é, geralmente, enxergada pela doutrina como (i) vetor de interpretação do negócio jurídico, (ii) fator impeditivo ao exercício de direito de forma contrária ao comportamento leal e confiável; e (iii) fundamento para deveres anexos ou acessórios à prestação principal, dentre eles, o dever de informação⁵¹.

O dever de informação serve, dentro das relações cíveis, especialmente para garantir o consentimento informado, protegendo-se "a higidez da manifestação negocial e a confiança que possibilita não apenas acalentar expectativas legítimas, mas igualmente, avaliar riscos"⁵². Nesse ponto reside semelhanças entre o dever de informar no direito civil e no direito do mercado de valores mobiliários, em que a informação é instrumento de proteção e deve ser utilizada como

⁴⁹ SILVA, *loc. cit.*

⁵⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 151 - 152

⁵¹ SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; SIMÃO, José Fernando; MELO, Marco Aurélio Bezerra; DELGADO, Mário Luiz. **Código Civil Comentado – Doutrina e Jurisprudência**. Rio de Janeiro: Forense, 2019

⁵² MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 224.

forma de se evitar riscos. Assim, não basta apenas fornecer a informação, ela deve ser completa, precisa e clara, refletindo a realidade, o que torna o grau de subjetividade da informação da sociedade divulgada um dos pontos principais para a análise da imprecisão ou falsidade da informação.

As informações divulgadas pelas companhias e seus administradores podem se referir a fatos passados ou fatos futuros. Informações que dizem respeito a fatos que já ocorreram são dotadas de objetividade, visto que não se há como discutir um fato que já ocorreu e foi consolidado. Por outro lado, as informações que dizem respeito a prospecções da companhia naturalmente são dotadas de certo grau de subjetividade e aleatoriedade. Por essa razão, o art. 19 da Instrução CVM nº 480/2009 determina que as informações factuais sejam diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.

Ainda que dotadas de grau de subjetividade, tais projeções sobre o desenvolvimento das atividades da emissora costumam auxiliar a tomada de decisão do investidor⁵³. Sabendo disso, fica claro que o problema da subjetividade existente em tais informações é a possibilidade do interesse da companhia em valorizar os seus valores mobiliários, ainda que os fundamentos econômicos não justifiquem o aumento da cotação, sejam maiores que seu interesse em prestar informações completamente verídicas ao investidor. O fato é que os documentos de divulgação oferecem aos investidores um panorama geral da sociedade que, nem sempre, é verossímil ou completo.

A realidade é que o interesse de qualquer investidor é que, independente da existência ou não de grau de subjetividade da informação ou qual a função que tal informação está exercendo, a informação prestada pela companhia seja dotada de materialidade, ou seja, ela se concretize.

Tal materialidade da informação exerce papel fundamental no regime de divulgação obrigatória como um todo. O conceito serve a diferentes propósitos operando como (i) critério de inclusão ou exclusão em documentos de divulgação; e (ii) padrão para definir se uma divulgação foi omissa ou enganosa com relação fatos relevantes o suficiente para gerar

⁵³ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 e 20. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 300 – 401.

consequências jurídicas⁵⁴. Assim, a materialidade da informação se coloca como ponto essencial para a responsabilização de emissoras por divulgação defeituosa de informações.

Logo, para a materialidade ser aferida nos casos concretos precisa-se olhar para os efeitos da informação sobre a decisão de investimento do investidor médio, de forma que tais efeitos devem ser significativos a ponto de configurar a influência ponderável e também garanta todos os elementos necessários para uma tomada de decisão de investimento informada⁵⁵. Assim, o ponto de partida para entender se a informação divulgada é falsa ou imprecisa deve ser, necessariamente, a aferição de sua materialidade.

Igualmente, faz-se necessário entender qual a distinção entre uma informação falsa e uma informação imprecisa. A informação imprecisa pode preservar a sua capacidade de induzir o investidor a erro mesmo quando confrontada com dados verdadeiros, já a informação falsa tem o seu caráter enganoso prontamente revelado quando contrastada com informações verdadeiras e precisas⁵⁶.

Outra forma de distinguir os dois conceitos é por seu objeto. A falsidade, em geral, recai sobre o próprio fato divulgado, ou seja, divulga-se ao mercado algo que não é verdadeiro, pois não corresponde à realidade dos fatos. A imprecisão, por sua vez, pode recair não sobre o fato divulgado, mas sobre a forma da divulgação. Isto é, embora o fato divulgado seja verdadeiro, a forma como ele é descrito, relatado ou exposto pela pessoa que o divulga gera percepção errônea no destinatário da informação, que a interpreta de forma inadequada⁵⁷.

No entanto, a legislação brasileira permite que as companhias façam divulgações de suas projeções que, em sua essência, já são informações dotadas de subjetividade e imprecisão, o que por si só pode gerar uma percepção errônea ao destinatário. Nesses casos, é necessário

⁵⁴ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 134.

⁵⁵ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 251.

⁵⁶ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 164.

⁵⁷ *Ibidem*. p. 165.

analisar, além do próprio objeto da informação, a existência ou não do dolo na divulgação da informação social, caracterizando a imprecisão enganosa.

Dito isto, deve-se compreender que independente do objeto ou da existência ou não do dolo na divulgação de informações falsas, as informações imprecisas decorrem do mesmo gênero da informação enganosa. Tal gênero tem o objetivo de levar o investidor ao erro, fazendo com que ele tome decisões diferentes das que ele tomaria caso estivesse munido de informações precisas e verdadeiras⁵⁸.

A informação enganosa é dotada da capacidade de destruir a base da confiança do investidor nos instrumentos de troca presentes no mercado de valores mobiliários. Assim, pode-se aferir que a proliferação da divulgação de informações inverídicas criaria um ambiente de negociações baseadas em desconfiança, o que instalaria um severo obstáculo de funcionamento ao mercado eficiente⁵⁹.

Dessa forma, diante da necessidade de se instaurar um remédio jurídico capaz de conferir estabilidade às relações no mercado, a doutrina do direito civil prevê a possibilidade de se desfazer os negócios jurídicos firmados mediante a existência do dolo, por meio da anulação dos negócios. Contudo, tal perspectiva acarreta junto o sacrifício de expectativas individuais do investidor ao aplicar seu capital em determinado investimento. Assim, uma proposta mais eficaz para a restauração da estabilidade da relação seria através da responsabilização civil daquele que descumpriu seu dever legal de informar e o ressarcimento dos danos sofridos pelo investidor.

⁵⁸ *Ibidem*. p. 169

⁵⁹ *Ibidem*. p. 174.

2. RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA ABERTA POR DANOS AOS INVESTIDORES

2.1. A capacidade da companhia de cometer atos ilícitos

Em decorrência de sua personalidade jurídica e de sua autonomia patrimonial, a companhia possui capacidade para celebrar negócios e adquirir direitos, assim como para cometer atos ilícitos⁶⁰.

Desse modo, uma vez que a companhia pode cometer atos ilícitos ela também pode ser responsabilizada à luz do direito civil. Nesse sentido, afirma-se:

A companhia, como sujeito de direito que se manifesta externamente, assume direitos e deveres perante terceiros, que podem tanto originar-se de negócios jurídicos por ela celebrados como lhe ser impostos por lei. Qualquer que seja sua natureza, a sociedade pode descumprir seus deveres ou abusar no exercício de seus direitos, cometendo atos ilícitos, a teor dos artigos 186 e 187 do Código Civil, que se aplicam, igualmente, às pessoas naturais e jurídicas. Pode, ainda, cometer atos ilícitos ao celebrar negócios jurídicos não admitidos pelo ordenamento.⁶¹

Assim, caso a companhia infrinja o dever de transparência determinado pelo mercado de capitais, ela estará sujeita às responsabilizações devidas, dentre as quais, a indenização dos terceiros prejudicados, nos termos do art. 927, caput, do Código Civil.

2.2. A responsabilidade da companhia por ato de seus administradores

Como demonstrado no capítulo anterior, o dever de informação dos administradores decorre de um dever fiduciário da companhia. Nesse sentido, a delimitação dos atos dos administradores que podem ser imputados às sociedades são indicadas pelo próprio Código Civil em seu art. 47º que limita essa responsabilidade “[a]os atos dos administradores, exercidos

⁶⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil. Introdução ao Direito Civil. Teoria Geral de Direito Civil**, v.1, 19ª ed.. Rio de Janeiro: Forense. 2001, pp. 267-268

⁶¹ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 86.

nos limites de seus poderes definidos no ato constitutivo”⁶². De modo similar também estabelece o art. 1.022 do Código Civil⁶³, que deve ser aplicado por analogia às companhias abertas em razão do estabelecido no art. 1.089⁶⁴ do mesmo código, que as sociedades assumem os direitos e obrigações por meio de seus administradores⁶⁵. Ou seja, o critério de imputação baseia-se na relação ao escopo das atribuições dos administradores⁶⁶, quer dizer, se os atos praticados são pertinentes ou não com os poderes de gestão e representação que lhe foram imbuídos⁶⁷.

Logo, o que importa, pensando em se responsabilizar também a companhia por este ato, é analisar se o ato praticado pelo administrador está dentro das atribuições do órgão social que ele ocupa. De forma que, os atos praticados por eles podem ser classificados em (i) atos realizados dentro de suas funções e (ii) atos realizados fora delas⁶⁸.

Mesmo que o administrador pratique um ato comissivo, omissivo, ilícito, irregular ou que ele faça a companhia a praticar um ilícito, caso este seja realizado dentro do escopo de suas funções, na qualidade de órgão social, pode vincular as companhias perante terceiros que sofreram danos relacionados aos atos praticados⁶⁹, já que, nestes casos, os atos praticados pelos administradores nada mais são do que atos praticados pela companhia.

Por óbvio, em casos de responsabilidade do administrador, ou seja, quando este cometer atos ilícitos de forma dolosa⁷⁰, a companhia tem o direito de buscar sua indenização em face

⁶² “Art. 47. Obrigam a pessoa jurídica os atos dos administradores, exercidos nos limites de seus poderes definidos no ato constitutivo.”

⁶³ “Art. 1.022. A sociedade adquire direitos, assume obrigações e procede judicialmente, por meio de administradores com poderes especiais, ou, não os havendo, por intermédio de qualquer administrador”

⁶⁴ “Art. 1.089. A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código”

⁶⁵ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 197

⁶⁶ CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, v. 3, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva. 2011, p. 429.

⁶⁷ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Direito Societário e Direito Recuperacional: A Necessária Conciliação**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 55, n. 170/171. 2016, pp. 214-217

⁶⁸ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 100

⁶⁹ *Ibidem*. p. 99 – 102.

⁷⁰ *Ibidem*. p. 105.

daquele que tenha dado causa aos prejuízos por ela sofridos diante de terceiros, conforme preceitua os arts. 158, I e II e 159, caput, §§ 3º e 4º da Lei nº 6.404/1976.

Vale destacar que, a natureza da responsabilidade dos atos praticados pelos administradores é bastante diferente da decorrente dos atos praticados por prepostos e demais empregados da companhia no exercício de suas funções (art. 932, III, do Código Civil). Isso, porque, neste caso a companhia é responsável por atos de terceiros, enquanto os atos dos administradores são considerados atos praticados pela própria companhia⁷¹.

Desse modo, é razoável afirmar que existem duas espécies de responsabilidade civil das companhias abertas, a primeira por atos praticados por terceiros (indireta) e a segunda pelos atos por ela praticados (direta)⁷². Essa distinção se torna relevante pelas consequências jurídicas da aplicação de uma ou de outra^{73 74}.

Ao que interesse o presente trabalho, a companhia aberta, pelo regime de transparência possui o dever de divulgar informações no mercado de capitais, bem como deve ser responsabilizada em caso de eventuais descumprimentos de tal dever e suportar, na esfera jurídica, a consequência por seus atos. Tem-se, neste caso, a responsabilidade direta das companhias, por atos próprios, e não por atos de terceiros⁷⁵.

É certo que a divulgação das informações se dará por meio de seus órgãos sociais, mas a administração estará atuando em nome da companhia, dando cumprimento aos deveres impostos à ela. Contudo, a Lei nº 6.404/1976, em seu art. 158, I e II⁷⁶, trata especificamente das hipóteses de responsabilização pessoal dos administradores da companhia aberta. Ocorre que,

⁷¹ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 82.

⁷² *Ibidem*. p. 82 – 84.

⁷³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral. Introdução. Pessoas Físicas e Jurídicas**, t. 1, 3ª ed.. Rio de Janeiro. Borsoi. 1970, p. 417

⁷⁴ “A responsabilidade civil da pessoa jurídica de direito privado está atrelada tanto aos atos praticados por seus órgãos (diretoria, administração, assembleias, etc.), sendo, neste caso, direta ou por fato próprio, como aos atos praticados por terceiros (empregados ou prepostos), caracterizando, nesse outro caso, a responsabilidade por fato de outrem” (STJ, Recurso Especial nº 705.870/MA, Rel. Min. Raul Araújo, 4ª Turma, j. 21.08.2012)

⁷⁵ BARROS, *op. cit.* p. 84.

⁷⁶ “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto.”

a redação do referido dispositivo, bem como a ausência de determinações expressas na lei acerca das obrigações da companhia aberta perante terceiros, ainda que em caso de atos ilícitos ou violadores do estatuto pelos administradores, deu margem para discussão acerca da responsabilização da companhia aberta⁷⁷.

Sob análise do respectivo dispositivo legal, alguns autores chegaram à conclusão que eventuais atos ilícitos ou incompatíveis com o estatuto não vinculariam a companhia, mesmo que realizados no âmbito de sua administração, haja vista a incapacidade do administrador para praticá-los em nome da sociedade, o que implica que apenas atos regulares dos administradores poderiam ensejar a responsabilidade do ente social⁷⁸. Também tem quem diga que cada inciso do art. 158 da Lei nº 6.404/1976, sendo o inciso I a vinculação da responsabilidade da companhia, enquanto nos atos referentes inciso II a companhia não estaria vinculada⁷⁹. Entretanto, deve-se observar que nenhum dos dois posicionamentos não são os mais adequados sobre o assunto.

Primeiro, porque a regra é a vinculação da companhia aos atos praticados por seus órgãos sociais. Para se desconfigurar tal vinculação seria necessário a elaboração de uma nova regra específica e delimitada que desonere a companhia da responsabilidade pela atuação de seus órgãos sociais em casos em que o administrador estivesse agindo em detrimento dos poderes lhe conferido por meio do estatuto social⁸⁰. Não há, contudo, nenhuma regra nesse sentido.

O art. 158, *caput* da Lei nº 6.404/1976 apenas esclarece as hipóteses em que os administradores são, ou não, pessoalmente responsáveis por seus atos perante terceiros. Não se estendendo sobre a responsabilidade ou exoneração da companhia⁸¹.

⁷⁷ FRONTINI, Paulo Salvador. **Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova lei das Sociedades por Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 16, n. 26. 1977, p. 36

⁷⁸ FERREIRA, Waldemar Martins. **Tratado das Sociedades Mercantis. Sociedades Anônimas**, v. 5, 5ª ed.. Rio de Janeiro: Nacional de Direito. 1958, p. 1.611. p. 743

⁷⁹ TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de. **O Conselho de administração na Sociedade Anônima**. São Paulo: Atlas. 1997, pp. 67-71.

⁸⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral. Introdução. Pessoas Físicas e Jurídicas**. t. 1, 3ª ed.. Rio de Janeiro: Borsoi. 1970, p. 416.

⁸¹ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 95

O fato é que, ao realizar os atos regulares de sua gestão⁸², os administradores não podem ser responsabilizados em sua esfera pessoal, ficando sujeitas a responsabilização apenas as companhias. Já os atos considerados não regulares de sua gestão, vinculam pessoalmente os administradores. Contudo, como demonstrado acima, a lei não exclui em nenhum momento a regra geral prevista no art. 47, do Código Civil da responsabilidade da companhia pelos atos de seus administradores, apenas reforça que, além dela, o gestor também poderá ser pessoalmente responsável por seu ato⁸³.

Segundo, a responsabilização das companhias pelos atos ilícitos realizados na atribuição do órgão social é a solução mais compatível com o princípio da estrutura orgânica⁸⁴ da sociedade. É, afinal, a própria sociedade que está se manifestando, como um sujeito de direito como resultado de sua personalidade jurídica⁸⁵.

Terceiro, porque, em razão da sua personalidade jurídica própria, as companhias são apresentadas para terceiros como entes autônomos, capazes de manter suas relações e negócios próprios. Ao imputar desconsiderar este fato e responsabilizar apenas os administradores por atos praticados no exercício de sua função nos órgãos sociais prejudicaria completamente a segurança jurídica existente nas relações da companhia⁸⁶.

Nesse caso, praticamente qualquer violação da lei ou dos contratos firmados seriam de responsabilidade de atos dos administradores, já que esses, dentro das atribuições que lhe são conferidas representam a companhia e devem exercer tal poder de representação de forma diligente. Dessa forma, qualquer ilícito poderia ser entendido como uma falta de diligência do administrador. E isso, traria uma extrema dificuldade de se responsabilizar a companhia em si,

⁸² EIZIRK, Nelson Laks. **A Lei das S/A Comentada**, v.2. São Paulo: Quartier Latin. 2011, p. 400

⁸³ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 96.

⁸⁴ *Loc. cit.*

⁸⁵ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Direito das Obrigações: Fatos Ilícitos Absolutos. Atos-Fatos Ilícitos Absolutos. Atos Ilícitos Absolutos. Responsabilidade. Danos causados por Animais. Coisas Inanimadas e Danos. Estado e Servidores. Profissionais**. T. 53, 3ª ed.. Rio de Janeiro: Borsoi. 1972, p. 93

⁸⁶ CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, v. 3, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva. 2011, p. 478.

fazendo com que os indivíduos que sofreram com dano tivessem o ônus de identificar o agente interno responsável e ainda, sofrer com o risco de crédito destes indivíduos⁸⁷.

Pelas razões elencadas, as companhias podem ser responsabilizadas pela atuação dos administradores dentro dos limites impostos por sua posição, independentemente de seus atos serem lícitos, corretos e compatíveis com o estatuto social. Entender se o ato foi realizado dentro dos limites da gestão do administrador é relevante apenas para se verificar sua responsabilização pessoal pelo ato praticado, mas não para sujeição da responsabilidade da companhia, que deve responder pelos danos causados em qualquer situação⁸⁸.

2.3. Ausência de normas sobre a responsabilidade civil da companhia aberta

A tangente de toda a discussão acerca da responsabilização da companhia pelos atos praticados por seus administradores – que como exposto no item anterior é possível, já que, mesmos nas hipóteses de responsabilização pessoal do administrador, não é possível desvincular a companhia – percebe-se que a Lei nº 6.404/1976 não traz em seu texto nenhum dispositivo claro que verse expressamente sobre a responsabilidade civil da companhia aberta em razão da divulgação de informações no mercado.

Em que pese, os dispositivos presentes na Lei nº 6.404/1976 que tratam de ações de ressarcimento no contexto societário são: (i) arts. 158 e 159 (responsabilidade civil de administradores); (ii) art. 115, § 3º (responsabilidade civil do acionista por exercício abusivo de direito de voto); (iii) art. 117 (responsabilidade civil do controlador por abuso de seu poder de controle); (iv) art. 246 (responsabilidade civil da sociedade controladora); e (v) art. 276, § 3º, que aborda a ação dos sócios minoritários da empresa afiliada contra seus administradores e a sociedade controladora por atos que violam a convenção do grupo⁸⁹.

⁸⁷ BARROS, *op. cit.* p. 100.

⁸⁸ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 100 - 101.

⁸⁹ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 200.

Portanto, pode-se conferir que, ainda que existam dispositivos que versem sobre a responsabilidade civil da companhia aberta em diversos contextos, em nenhum momento a lei fala acerca da responsabilidade pela falta de prestar informação a seus investidores, muito menos pela divulgação de informações falsas ou imprecisas.

Por sua vez, a Lei nº 6.385/1976 está um pouco mais avançada neste tema e prevê, em seu art. 9º, VI⁹⁰, a responsabilidade civil das companhias abertas de forma cumulativa as sanções previstas na lei quanto às suas irregularidades.

Há doutrinas que afirmam que a ausência de dispositivos legais que versem expressamente sobre a responsabilidade civil da companhia aberta seria um motivo claro para ela ser desconsiderada, devendo seguir com o que está previsto em lei⁹¹. Na visão dessa corrente doutrinária, a ausência de dispositivos legais também teria como objetivo proteger os bens da companhia aberta ao transferir a responsabilidade para o administrador⁹². Seguindo esta linha, a ausência de previsão expressa na Lei nº 6.404/1976 sobre a responsabilidade civil da companhia aberta é uma clara vedação ao pedido de indenização formulado pelo investidor contra a companhia em razão dos danos incorridos pelos atos ilícitos cometidos, devendo o pedido ser direcionado ao administrador, conforme preceitua a lei⁹³.

Ao contrário do que dizem os doutrinadores, em que pese a Lei nº 6.404/1976 não ter nenhuma menção à responsabilidade civil da companhia, seus formuladores acreditavam e afirmavam que os instrumentos previstos em seu projeto seriam suficientes para tornar efetiva a responsabilização da companhia por seus atos praticados, conforme afirma Ricardo Silva⁹⁴.

⁹⁰ “Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2o do art. 15, poderá:

(...)

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.”

⁹¹ 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 Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 99

⁹² FABIÃO, Bernardo; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. **Responsabilização dos emissores por falhas informacionais**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/responsabilizacao-dosemissores-por-falhas-informacionais-06082019>. Acesso em 29 de abril de 2025.

⁹³ GONTIJO, Bruno Miranda. **Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores: as possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019. p. 85

⁹⁴ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 203.

Dessa forma, ao que tudo indica o real objetivo da Lei nº 6.404/1976 não foi impedir a responsabilização civil da companhia por danos causados aos investidores, mas tentar estabelecer instrumentos para fortalecer a ideia de responsabilidade social da sociedade anônima frente ao mercado de capitais⁹⁵.

Inclusive, em parecer apresentado por José Luiz Bulhões, um dos idealizadores da Lei nº 6.404/1976, ele diz que a lei buscou estabelecer um regime especial de responsabilidade civil, em que as normas “excluem a responsabilidade pessoal pelos efeitos de atos regulares de gestão – quem responde por esses efeitos é a companhia, e não o administrador”⁹⁶. Dessa forma, como visto no tópico anterior, a lei permite a responsabilidade civil da companhia, inclusive em atos regulares de gestão do administrador.

Ademais, em seu texto, José Luiz Bulhões, em linha com o que aqui já foi comentado, segue esclarecendo que o ato ilícito do administrador pode causar danos à companhia e aos investidores. Um de seus exemplos foi expressamente a hipótese de fornecimento de informações falsas⁹⁷:

“O dano ao patrimônio de acionista pode decorrer de atos como: (a) o de impedir o acionista de exercer direito de preferência ou de participar da Assembleia Geral; (b) a divulgação de informações falsas em demonstrações financeiras, ou relatórios, que levem o acionista a subscrever ações em aumento de capital por valor superior ao que pagaria se não fosse induzido a erro por essas informações; (c) a inobservância do disposto no § 3º do artigo 124 da lei sobre convocação de assembleias gerais em companhias fechadas; (d) a inobservância do prazo legal de convocação da Assembleia Geral Ordinária etc.”

Ainda, José Luiz Bulhões também indica a falha informacional como hipótese de ato capaz de causar danos a terceiros⁹⁸:

“A divulgação de demonstrações financeiras ou relatórios falsos e o uso de informação privilegiada são exemplos de atos ilícitos de que

⁹⁵ *Ibidem*, p. 204.

⁹⁶ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Responsabilidade civil do diretor de S.A.: ação social e individual: cabimento e prescrição. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Pareceres**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2. p. 405.

⁹⁷ BULHÕES PEDREIRA, *op. cit.* p. 406

⁹⁸ *Loc. cit.*

decorrem danos a patrimônios de terceiros. As demonstrações falsas podem induzir terceiro a conceder à companhia crédito maior do que lhe daria se conhecesse a situação financeira ou os fatos verdadeiros, e que posteriormente se verifica ser incobrável.”

Diante do exposto, fica evidente que as Leis nº 6.404/1976 e nº 6.385/1976, ao contrário do que preceituam, em nada impedem a responsabilização civil da companhia por danos causados a investidores, muito pelo contrário, em seu cerne e nas palavras de um de seus idealizadores elas foram criadas pensando em fortalecer a ideia de se responsabilizar a companhia.

2.4. A responsabilidade extracontratual da companhia

O ordenamento jurídico brasileiro prevê que a responsabilidade civil pode ser classificada com base na natureza dos direitos subjetivos da parte lesada. Nesse sentido, se o ato ilícito praticado “ofende direito subjetivo relativo, nascido geralmente de contrato, a responsabilidade é dita contratual. Se o direito lesado é absoluto, a responsabilidade é extracontratual”⁹⁹

Em linhas gerais, como visto até o momento, as companhias abertas, ao adentrarem no mercado, se tornam entes com direito e deveres específicos de tal setor, dentre eles, o dever de divulgação de informação decorrente do regime de transparência do mercado de capitais. As informações divulgadas permitem que os investidores disponham de melhor conhecimento sobre a operação e a situação das companhias e de valores mobiliários, de modo a instruir sua tomada de decisão quanto aos negócios e investimentos a serem realizados¹⁰⁰.

Como já abordado neste projeto, os direitos e deveres em discussão das companhias abertas advém, principalmente, de leis específicas e de normas emanadas pela CVM, e, por isso, o seu descumprimento ensejaria uma responsabilidade extracontratual.

Não só por isso, mas em caso de falhas no dever de transparência, os investidores, no mercado secundário, podem vir a sofrer prejuízos que não sofreriam caso tivessem acessos às

⁹⁹ AMARAL, Francisco. **Direito civil – introdução**. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 551.

¹⁰⁰ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 114.

informações precisas e verídicas sobre os ativos da companhia. Assim, ainda que não exista uma relação entre o investidor e a companhia (compra e venda), este continua sendo um terceiro que não se vincula em nenhuma relação jurídica com a companhia, comprovando por fim a relação extracontratual existente entre as partes do sistema¹⁰¹.

A delimitação da natureza jurídica da responsabilidade civil existente nas relações entre os investidores e a companhia é importante para se determinar quais as condições os investidores podem vir a pleitear suas indenização de acordo com os pressupostos da responsabilidade extracontratual no que diz respeito à prescrição¹⁰², à incidência de juros de mora¹⁰³ e demais consequências específicas¹⁰⁴.

2.5. O modelo de responsabilidade subjetiva

Por meio do art. 927 do Código Civil, Parágrafo único¹⁰⁵, o sistema jurídico brasileiro adotou um regime dualista da responsabilidade civil¹⁰⁶ em que ela pode ser classificada de acordo com a necessidade da comprovação da culpa do autor do dano causado. Assim, caso necessite da comprovação de culpa, a responsabilidade civil é considerada subjetiva, se, no entanto, não for necessário recorrer a análise da culpa, ela é considerada objetiva¹⁰⁷.

Ao analisar mais profundamente o art. 927 é possível aferir que trata-se de uma condição geral¹⁰⁸ que, composta pelos demais pressupostos da responsabilidade civil (i.e. ato ilícito e dano), cria o dever de reparação. Por outro lado, o parágrafo único do mesmo dispositivo estabelece uma exceção à regra geral, estabelecendo uma regra distinta e excepcional, em que,

¹⁰¹ *Ibidem*. p. 119.

¹⁰² A incidência da prescrição para responsabilidade civil extracontratual é decorrente do art. 206, § 3º, V, do Código Civil

¹⁰³ De acordo com a súmula 54 do STJ: “Os juros moratórios fluem a partir do evento danoso, em caso de responsabilidade extracontratual.”

¹⁰⁴ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 120.

¹⁰⁵ “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.”

¹⁰⁶ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Fundamentos do Direito Civil – Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 4. p. 6 -7.

¹⁰⁷ AMARAL, Francisco. *Direito civil – introdução*. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 57.

¹⁰⁸ *Ibidem*. p. 6.

em razão do risco iminente por desempenhar determinada atividade, se vê dispensada a comprovação da culpa, assim dando origem à responsabilidade objetiva.

Assim, faz-se necessário entender que há imputação de responsabilidade objetiva quando “a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza riscos (...)”, o que implica em um risco maior que o normal, um risco iminente a realização de tal atividade¹⁰⁹, que, por isso, deve ser tutelada pelo direito¹¹⁰.

A compra e venda de valores mobiliários inegavelmente gera riscos aos investidores, em verdade o risco é aspecto inerente às operações de investimento¹¹¹, na qual o investidor ao adquirir um valor mobiliário, está assumindo uma relação de risco com possibilidade de retorno financeiro¹¹².

No entanto, ao entendermos que o risco é inerente a atividade de compra e venda de valores mobiliários e analisarmos tal atividade com os olhares da responsabilidade objetiva, passa a existir uma situação paradoxal que causaria o colapso do próprio mercado¹¹³, já que qualquer perda sofrida por um investidor seria hipótese de reparação pela companhia aberta.

Logo, visto a impossibilidade de se caracterizar qualquer ato referente ao mercado de valores mobiliários como sujeito à responsabilidade objetiva, faz-se necessário reconhecer a responsabilidade pelo ato da companhia - inclusive quanto à divulgação de informações falsas - por meio de conduta dolosa de seus órgãos sociais¹¹⁴. Por consequência, deve-se aplicar a regra geral da responsabilidade civil prevista no caput do art. 927 do Código Civil que pressupõe a responsabilidade subjetiva.

¹⁰⁹ *Ibidem*, p. 115.

¹¹⁰ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Fundamentos do Direito Civil – Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 4. p. 116-117

¹¹¹ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 245

¹¹² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 25, p. 37-51, 1985. p. 45

¹¹³ ARAGÃO, *op. cit.* p. 245

¹¹⁴ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 245.

Nesse sentido, a culpa prevista pela responsabilidade subjetiva pode ser desdobrada em dois aspectos, sendo eles (i) à ilicitude do ato e (ii) a imputação de um comportamento indevido a um indivíduo¹¹⁵. A ideia de imputar um comportamento indevido a um indivíduo pode ocorrer por conta de dois motivos (i) quando há intenção do indivíduo de causar o dano e (ii) decorrente de uma ação dotada de negligência ou imprudência de suas atividades¹¹⁶.

Tratando-se de pessoas jurídicas, o mais correto é analisar a culpa considerando a segunda vertente, na qual ela é derivada de desvios ao padrão de conduta esperado¹¹⁷. Portanto, ao se pensar que, por estar inserida no mercado de capitais, o padrão de conduta esperado da companhia é o de realizar a divulgação de informações verídicas e precisas e assim ela não o faz, estaria ela desviando do padrão de conduta esperado e, assim, atraindo para si a culpa.

2.6. Ato ilícito: descumprimento do dever de informar

Um dos requisitos para se configurar a responsabilidade civil¹¹⁸ extracontratual é a existência de ato ilícito previsto no art. 186 do Código Civil¹¹⁹. Nesse sentido, conforme se verifica no dispositivo legal, o ato ilícito é composto por três elementos sendo eles (i) a violação de direito, (ii) a imputabilidade da conduta a indivíduo determinado e (iii) causar dano a um terceiro¹²⁰.

A possibilidade de se causar dano a terceiro como componente do ato ilícito é alvo de críticas por parte da doutrina, pois o dano, como será visto no tópico 3.6, é mais um pressuposto da responsabilidade civil do que um componente do ato ilícito em si¹²¹. Nesse sentido, tem como se pensar em atos ilícitos que não causam prejuízos a terceiros, nem geram o dever de indenizar,

¹¹⁵ STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência**. 9. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. v. 1. p. 183.

¹¹⁶ STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência**. 9. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. v. 1. p. 183 - 184.

¹¹⁷ GOMES, Orlando. **Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Forense. 2011.p. 71

¹¹⁸ Conforme previsto nos arts. 186 e 927 do Código Civil.

¹¹⁹ “Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.”

¹²⁰ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 147.

¹²¹ BARROS, *loc.cit.*.

produzem outros efeitos no mundo jurídico, como a ineficácia do ato praticado¹²². Desse modo, o ato ilícito pode ser entendido como uma violação, comissiva ou omissiva, de determinada prescrição normativa da ordem jurídica, seja ela em regras gerais¹²³ ou a um dever jurídico específico¹²⁴, imputável a um determinado sujeito¹²⁵.

Assim, para caracterizar as falhas das companhias com seu dever de indenizar como ato ilícito é necessário verificar se os elementos que constituem o ato ilícito (i.e. violação a prescrição normativa e imputabilidade a um sujeito).

Considerando o caso específico em que uma companhia aberta divulga informações falsas ao mercado, a identificação da violação da prescrição normativa não é difícil, uma vez que o regime de transparência imposto às companhias abertas estabelece uma série de deveres acerca das informações que devem ser publicizadas, bem como os requisitos a serem seguidos para sua divulgação, uma vez que a companhia desrespeita qualquer um destes deveres (i.e. falhas de divulgação quanto os a abrangência, as características e o modo de divulgação determinados pelo regime e falhas de representação em que as informações apresentadas refletem uma imagem distorcida da realidade) que lhe foi imposto, em forma de norma estabelecida pelo ordenamento jurídico do mercado de capitais, estará configurado a violação da prescrição normativa¹²⁶.

Já a imputabilidade a um sujeito, está conectado com as qualificadores presente no art. 186 do Código Civil, descritas da seguinte forma: “ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência”, ou seja, ela trata do vínculo entre o descuido ou a intenção de se violar determinada prescrição normativa¹²⁷. Tratando-se de pessoas jurídicas, este elemento pode-se

¹²² PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Responsabilidade Civil**, 12ª ed.. Rio de Janeiro: Forense. 2018, p. 47.

¹²³ GOMES, Orlando. **Em Tema de Sociedade Anônima**. Revista dos Tribunais, v. 60, n. 429. 1971, p.18.

¹²⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Direito das Obrigações: Fatos Ilícitos Absolutos. Atos-Fatos Ilícitos Absolutos. Atos Ilícitos Absolutos. Responsabilidade. Danos causados por Animais. Coisas Inanimadas e Danos. Estado e Servidores. Profissionais**. T. 53, 3ª ed.. Rio de Janeiro: Borsoi. 1972, p. 90

¹²⁵ PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Responsabilidade Civil**, 12ª ed.. Rio de Janeiro: Forense. 2018, p. 46.

¹²⁶ PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 396

¹²⁷ AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado de. **Responsabilidade Civil pela Informação. Informativo Jurídico da Biblioteca Min. Oscar Saraiva**, v.8, n. 2; 1996, p. 140.

confundir com a culpa, pois, como visto no tópico 3.5, analisa-se exatamente o desvio do padrão de conduta esperado do ente.

Dessa forma, a imputabilidade das companhias abertas é verificada quando há o descumprimento das normas do regime de transparência. Isso ocorre em razão da natureza e função das normas do regime de transparência que quando infligidas, pode-se extrair a imputabilidade e a própria violação da regra¹²⁸.

Contudo, é importante ressaltar que a responsabilidade civil não se limita apenas à ocorrência de atos ilícitos; ela também pode ser configurada em situações em que a omissão de informações relevantes por parte das companhias abertas resulte na indução dos investidores a erro. Essa falta de clareza pode gerar um impacto significativo nas decisões de investimento, criando um ambiente de incerteza que prejudica a confiança no mercado¹²⁹.

2.7. Dano: prejuízo causado aos investidores pela falha na informação

Para que se tenha uma indenização decorrente de um fato ilícito é necessário a existência de um dano, ou seja, um prejuízo que necessite ser reparado, que oriente o ressarcimento pelo agente causador do dano¹³⁰.

O dano pode ser categorizado como qualquer lesão a interesses jurídicos tutelados capazes de gerar prejuízos a serem suportados pelo prejudicado, incluindo o que efetivamente foi perdido (danos emergentes) e o que deixou de ganhar (lucros cessantes)¹³¹. O que de fato importa para a caracterização da responsabilidade civil é a existência do prejuízo, após ser concluído a existência de prejuízo a ser reparo será determinado o montante a ser pago (*an debeatur*)¹³².

¹²⁸ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 162.

¹²⁹ SILVA, João Carlos. **A responsabilidade das companhias abertas na era da informação: uma análise crítica**. *Revista de Direito Empresarial*, v. 15, n. 1, 2022, p. 45-67

¹³⁰ BARROS, *op. cit.* p. 170.

¹³¹ GOMES, Orlando. **Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Forense. 2011. p. 75.

¹³² PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Responsabilidade Civil**, 12ª ed.. Rio de Janeiro: Forense: 2018, p. 55

Ainda que o valor do dano possa ser determinado após ser caracterizada a responsabilidade civil, o dano necessita ser imediato e certo¹³³ para ser caracterizado. Desse modo, precisam ser quantificadas perdas ocorridas ou futuras, em razão do ato ilícito, sendo impossível determinar a restituição de perdas hipotéticas ou eventuais¹³⁴. Dentre os danos reconhecidos pela doutrina brasileira, incluem-se, a (i) perda de uma chance, (ii) danos morais, (iii) danos emergentes e (iv) lucros cessantes.

Ao que importa ao presente trabalho serão examinados apenas os danos materiais incorridos pelo investidor tendo em vista o interesse puramente material existente no mercado de valores mobiliários, assim, não deve ser incluída a análise acerca dos danos morais. Ao que pese, os danos decorrentes da perda de uma chance também não serão analisado, porque, como já exposto, a compra de valores mobiliários pelo investidor é uma atividade que já pressupõe um risco inato e com natureza incerta, de modo que ressarcir todos os investidores pelo custo de oportunidade levaria ao colapso do próprio mercado¹³⁵. Nesse sentido, serão analisados somente os danos emergentes e os lucros cessantes do investidor.

Os danos emergentes dizem respeito à quantia efetivamente perdida pelo investidor, e portanto, o ressarcimento necessário para reequilibrar o patrimônio do investidor antes do evento danoso¹³⁶. Enquanto os lucros cessantes dizem respeito à quantia que o investidor deixou de auferir¹³⁷ devido a falha informacional da companhia aberta, buscando-se ressarcir os ganhos que seriam gerados¹³⁸ se a companhia tivesse divulgado informações precisas e verídicas sobre seus ativos.

No que tange os lucro cessantes, para que ele seja devido, é necessário observar o “princípio da razoabilidade para a quantificação do lucro cessante, de modo que somente poderá

¹³³ “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.”

¹³⁴ STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência**. 9. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. v. 1. p. 390.

¹³⁵ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 341.

¹³⁶ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. **Novo Tratado de Responsabilidade Civil**. 4ª ed.. São Paulo: Saraiva Educação. 2019. p. 314.

¹³⁷ TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Fundamentos do Direito Civil – Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. 4. p.32

¹³⁸ FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. *op. cit.* p. 317.

ser considerado o que razoavelmente se deixou de lucrar”, logo o investidor deve receber apenas “o valor que lucraria se os fatos se desenrolassem dentro do seu curso normal, tendo em vista os antecedentes”¹³⁹.

Portanto, para análise de seu dano, é necessário que o investidor comprove, de forma objetiva e razoável “daquilo que reiteradamente acontece em circunstâncias semelhantes às do caso concreto em análise”¹⁴⁰. Em um contexto fático, os tribunais determinam que sejam realizadas perícias contábeis para a real avaliação dos lucros cessantes do investidor.

No caso dos danos causados por violações do dever de informar da companhia, demonstrar de forma objetiva e razoável a existência dos lucros cessantes é demasiadamente difícil, para não se falar impossível, em função da aleatoriedade da variação dos preços de valores mobiliários. Isso porque o valor dos ativos das sociedades não é influenciado somente pelas informações por elas divulgadas, mas também pela reação do mercado acerca dessas informações - o que é imprevisível - e por condições de mercado externas e incontrolláveis, como por exemplo, o clima se tratarmos de uma sociedade do ramo do agronegócio. Assim, uma predileção precisa e objetiva beira ao visionismo¹⁴¹.

Por isso, é pouco provável que um perito judicial consiga aferir em sede de perícia o valor devido a título de lucros cessantes e, por consequência, entende-se pouco provável que o juízo deferiria uma condenação.

Adotando-se a premissa, defendida por esta tese, de que os preços reagem a informações públicas, é praticamente impossível projetar, com razoável nível de certeza, a variação futura de valores mobiliários, pois não se sabe quais informações seriam disponibilizadas e como elas afetariam a decisão de investidores.

Dito isto, analisar o dano causado a investidores pela falha no dever de informação é matéria complexa, pois não se pode imputar a companhia a responsabilidade de toda

¹³⁹ TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *op. cit.* p. 733

¹⁴⁰ TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil Comentado: Direito das Obrigações**. São Paulo: Atlas, 2008. p. 373

¹⁴¹ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 352.

depreciação de seus ativos, já que tal acontecimento é um risco eminente no mercado de valores mobiliários e nem sempre é decorrente de uma falha. Logo, somente pode-se responsabilizar a companhia e buscar o ressarcimento pelas quedas diretamente causadas pela divulgação de informações imprecisas e inverídicas¹⁴². Também não é simples verificar a perda do investidor, se para a caracterização do dano é necessária (i) a venda do valor mobiliário, verificando, assim, a diferença do valor de aquisição e venda¹⁴³, ou (ii) somente a redução do preço, quando se tornar público que ocorreram falhas no cumprimento dos deveres de transparência¹⁴⁴.

Nesse contexto, tratando-se dos danos emergentes sofridos pelo investidor decorrente da violação do dever de informar pela companhia, se deve utilizar a segunda opção, realizando a diferença entre o valor de aquisição do valor mobiliário (momento em que não se sabia da divulgação de informações falsas) e o valor quando for noticiado a inveracidade ou imprecisão da informação¹⁴⁵. Ricardo Mafra¹⁴⁶ utiliza desse critério baseando-se na Lei de Valores Mobiliários Norte-Americanas:

“A Seção 11 (Section 11) da referida lei estabelece o dever de ressarcimento com relação aos prejuízos causados por qualquer omissão ou incorreção material em informações contidas em prospectos de ofertas de valores mobiliários. A alínea (e) do dispositivo estabelece os critérios para determinação do dano, determinando que o investidor terá direito a ser indenizado pela diferença entre, de um lado, o preço pago pelo valor mobiliário na oferta e, de outro lado, (i) o valor do investimento nos valores mobiliários no momento da propositura da ação, (ii) o preço pelo qual o valor mobiliário foi vendido antes da propositura da ação ou (iii) o preço pelo qual o valor mobiliário foi vendido depois da propositura da ação, mas antes do julgamento, caso a diferença seja menor do que em comparação ao preço no momento da propositura da ação. Em qualquer caso, o emissor pode reduzir a sua responsabilidade, no todo ou em parte, demonstrando ausência de nexo causal”

¹⁴² BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 412.

¹⁴³ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 412

¹⁴⁴ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 177.

¹⁴⁵ SILVA, Ricardo Villela Mafrá Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 343 - 344.

¹⁴⁶ *Loc. cit.*

Dessa forma, fazendo um comparativo com a legislação norte-americana, no contexto dos danos emergentes, seria apenas necessário verificar a diferença entre a cotação do valor mobiliário adquirido (quando da divulgação da informação falsa) e sua cotação após a divulgação da imprecisão ou falsidade da informação. Veja-se que, em nenhum momento, a lei norte-americana a faz menção a necessidade de se vender o valor mobiliário adquirido¹⁴⁷.

De modo similar entendem outros juristas brasileiros, Luis Gastão Paes de Barros Leães¹⁴⁸, Arnoldo Wald¹⁴⁹ e Fabio Ulhoa Coelho¹⁵⁰ que afirmam que o ato ilícito da falha no dever de informar da companhia ocorre no momento que a informação é divulgada no mercado, alterando o valor de suas ações, logo o dano decorrente ocorre com a queda do valor de tais ações quando da divulgação das informações verídicas ou da revelação das informações falsas.

Dito isto, percebe-se que grande parte da doutrina adota o modelo norte-americano para a imputação do dano, dispensando a necessidade da venda dos valores mobiliários adquiridos para a caracterização dos danos emergentes.

2.8. Nexo de causalidade: relação entre a falha de informação e o dano

O último pressuposto da responsabilidade civil é a existência de nexos causal entre os dois outros pressupostos apresentados, ou seja, é necessário comprovar que o dano incorrido pelos investidores é decorrente do ato ilícito praticado pela companhia. Uma vez comprovada essa correlação é necessária a indenização pela companhia ao investidor pelo dano sofrido¹⁵¹.

¹⁴⁷ SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022. p. 345

¹⁴⁸ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 75

¹⁴⁹ WALD, Arnoldo. Parecer. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 164.

¹⁵⁰ COELHO, Fabio Ulhoa. Parecer. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 190

¹⁵¹ ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva. 1980, p. 340.

Nesse contexto, dentro da doutrina brasileira, existem duas teorias para a verificação do nexo causal dentro das relações e são elas: a teoria da causalidade adequada e a teoria do dano direto e imediato¹⁵².

A teoria da causalidade adequada determina uma previsibilidade dos efeitos entre os eventos do ato ilícito e o dano. A previsibilidade pode ocorrer de acordo com a perspectiva positiva em que se esperada os prejuízos decorrente do ato ilícito, ou seja, infere-se que se a for tomada determinada atitude dano específico será causado¹⁵³ e de acordo com a perspectiva negativa, em que avalia se o ato ilícito não é inadequado para o dano causado, sendo mais abrangente que a anterior, pois não se avalia uma previsibilidade estrita, mas sim apenas a adequabilidade dos atos¹⁵⁴.

Já a teoria do dano imediato, por sua vez, identifica o nexo de causalidade sempre que o dano for consequência do ato ilícito praticado¹⁵⁵. Essa teoria delimita quais danos são passíveis de indenização, pois eles devem ser diretos e imediatos.

No que compete às companhias abertas, o nexo de causalidade deve ser analisado diante da falha com os deveres de transparência e os danos informacionais suportados pelos investidores.

Nesse sentido, uma vez que a companhia aberta viola seus deveres de transparência, em que as informações assumem papel de relevância para a tomada de decisões dos investidores e, consequentemente, no valor dos ativos, ela pode fazer com que seus valores mobiliários assumam um preço artificial decorrente da informação prestada que, quando revelados, serão reajustados para a realidade¹⁵⁶.

¹⁵² CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005, pp. 83-84 e 150.

¹⁵³ ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva. 1980, p. 345.

¹⁵⁴ NORONHA, Fernando. O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil. In NERY JUNIOR, Nelson; e NERY, Rosa Maria de Andrade (orgs.). **Doutrinas Essenciais: Responsabilidade Civil**, v.1. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2010, pp. 553-558.

¹⁵⁵ ALVIM, *op. cit.*, p. 356.

¹⁵⁶ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 206.

Nessa mesma linha, os investidores, que tomam suas decisões baseados nas informações incorretas prestadas pelas companhias ao mercado de valores mobiliários, serão prejudicados pela dualidade de informações, – primeiramente pela informação falsa que o fará comprar ativos com preços artificiais e segundo pelo anúncio da falha no dever de prestar informações que afetará negativamente seu ativo – incorrendo em prejuízo decorrente da ação das companhias¹⁵⁷.

Nessa situação, uma vez que a o preço artificial é resultado das violações ao regime de transparência (ato ilícito) pela companhia aberta, verifica-se a existência de nexo causal entre a falha da companhia e os danos incorridos pelos investidores, que compraram os valores mobiliários pelo preço artificial, baseando-se nas informações disponibilizadas pela companhia, incorrendo em prejuízo após a revelação das informações corretas. Logo, se as companhias tivessem adimplido com suas obrigações de transparência desde o início, o investidor não teria sofrido os referidos prejuízos¹⁵⁸.

Analisando de acordo com a teoria da causalidade adequada, é preciso verificar se o prejuízo incorrido pelos investidores decorrente dos preços artificiais dos valores mobiliários são consequência da falha informacional incorrida pela companhia aberta. Desse modo, se a companhia tivesse cumprido com seu dever de transparência a formação dos preços dos valores mobiliários não teria sido afetada e, conseqüentemente, a tomada de decisão dos investidores também não. Extrai-se disso que, a compra dos valores com os preços artificiais é consequência esperada das falhas informacionais incorridas pela companhia aberta, caracterizando o nexo causal pelos requisitos da formulação positiva e negativa¹⁵⁹.

A teoria do dano direto e imediato não chega a outra conclusão. Por meio dela, é necessário verificar se o dano incorrido pelos investidores é consequência necessária das falhas informacionais. Considerando que os danos aos investidores são decorrentes de um preço artificial originado - e, posteriormente, reduzido - pelo descumprimento da companhia com o

¹⁵⁷ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. p. 206.

¹⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 41.

¹⁵⁹ BARROS, *op. cit.* p. 211 - 212.

dever de transparência, não há como descrever outra consequência que poderia causar o mesmo dano, se não o ato ilícito praticado pelas companhias¹⁶⁰.

¹⁶⁰ *Loc. cit.*

3. JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA ACERCA DA RESPONSABILIDADE CIVIL DE COMPANHIA ABERTA POR FALHA INFORMACIONAL

Ante o exposto até o momento, conclui-se, preliminarmente, que a companhia aberta deve ser responsabilizada civilmente diante da falha do regime de transparência determinado pelo mercado de capitais. Contudo, é necessário, antes de finalizar este trabalho, entender qual o atual posicionamento da jurisprudência brasileira sobre o assunto. Para tanto, foi utilizada a pesquisa realizada por Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros em sua dissertação de Mestrado¹⁶¹. Além disso, foram realizadas novas buscas por processos no Tribunal de Justiça de São Paulo e do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro no período de 2021 a 2024, bem como foram revisitados processos não finalizados nestas mesmas comarcas.

A primeira conclusão alcançada diz respeito à pequena quantidade de ações existentes, o que se justifica na medida em que as companhias abertas listadas nos segmentos do Novo Mercado, Nível 2, Bovespa Mais ou Bovespa Mais – Nível 2 da B3 S.A. são obrigadas a possuírem cláusulas compromissórias em seus estatutos sociais¹⁶². Logo, apenas as companhias listadas no segmento tradicional ou no Nível 1 da B3 podem escolher ter ou não a cláusula compromissória em seus estatutos sociais. Ainda, é necessário entender que, em sua maioria, as companhias abertas têm preferência em resolver seus litígios diante das Câmaras Arbitrais, visto a sua previsibilidade e celeridade, em comparado ao judiciário brasileiro¹⁶³.

De acordo com o apresentado, a maioria dos processos foi julgada de forma desfavorável aos investidores por quatro motivos (i) a existência de cláusula compromissória, (ii) incompetência do juízo, (iii) ilegitimidade passiva da companhia e (iv) a ilegitimidade ativa do investidor¹⁶⁴.

Quanto ao terceiro item, as decisões foram fundamentadas baseadas na interpretação de que a responsabilidade deveria ser atribuída ao administrador ou acionista controlador e não às

¹⁶¹ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2021. p. 260 – 281 e 334 - 339.

¹⁶² Loc. cit.

¹⁶³ Loc. cit.

¹⁶⁴ Loc. cit.

sociedades, conforme determina o arts. 159 § 7 e 117 da Lei nº 6.404/1976¹⁶⁵. Como visto no capítulo anterior deste trabalho, a responsabilização do administrador pelos atos praticados enquanto órgão social da companhia também não imputáveis a esta, inclusive, é o entendimento de José Luiz Bulhões, um dos idealizadores da Lei nº 6.404/1976.

Já sobre a ilegitimidade ativa do investidor, as decisões, nestes casos, entendem que ele não sofreu um dano direto, mas sim, apenas um prejuízo reflexo do dano causado à própria sociedade¹⁶⁶. Cabe aqui ressaltar que, no único processo¹⁶⁷ encontrado na atualização da pesquisa realizada foi julgado improcedente sem o julgamento do mérito sob essa fundamentação, inclusive fazendo citação a casos mencionados anteriormente julgados de forma semelhante e apontados na pesquisa realizada por Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros.

Dentre os 70 processos encontrados (69 da pesquisa realizada por Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros) e 1 encontrado na atualização realizada para este trabalho apenas 1 foi julgado procedente os pedidos do investidor em sede de recurso de apelação pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, em que foi reconhecida que (i) a alteração da cotação dos ativos ocorreu devido à fraudes contábeis, que resultou na falha de divulgação de informação e (ii) que falha no dever de informar da companhia não seria compatível ao princípio da boa-fé.

Desse modo, o acórdão reconheceu a obrigação de indenizar os danos emergentes sofridos pelo investidor resultante da diferença do preço da compra e venda dos valores mobiliários acrescido de atualização monetária e juros de mora. Vê-se que, por sinal, tal Tribunal teve entendimento similar ao da legislação norte-americana no sentido em que computou o valor devido a título de danos emergentes.

¹⁶⁵ *Loc. cit.*

¹⁶⁶ BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2021. p. 260 – 281 e 334 - 339.

¹⁶⁷ Processo nº 1076083-02.2021.8.26.0100, que tramitou perante a 5ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Tribunal de Justiça de São Paulo, movido por Fabricio Alexandrowitch Pedreira, em face de OGX Petróleo S.A. e Eike Fuhrken Batista,

CONCLUSÃO

Face à análise feita ao decorrer deste trabalho, pode-se chegar a uma conclusão simples: a companhia aberta deve ser responsabilizada civilmente pelas falhas no dever de divulgação diante de investidores ainda que este ato tenha sido realizado por seus administradores ou demais membros do órgão social.

Conforme desenvolvido neste trabalho, a companhia, por estar inserida dentro do mercado de capitais tem o dever, em razão do regime de transparência, de divulgar informações precisas, verídicas e dentro das demais regulamentações da CVM quanto a forma, periodicidade e meio de divulgação. Tal afirmação se fundamenta uma vez que é a partir das informações apresentadas pela companhia que os investidores irão se basear para tomar decisões quanto investimento, desinvestimento e compra e venda dos valores mobiliários.

Dessa forma, as informações divulgadas pelas companhias abertas tomam um papel central dentro do mercado de capitais, influenciando diretamente a decisão dos investidores e, decorrente disso, da própria precificação dos valores mobiliários comercializados no mercado secundário.

Logo, uma vez que as companhias abertas falham com suas obrigações com a divulgação, apresentando dados inverídicos ou imprecisos, os investidores podem ser prejudicados ao adquirirem valores mobiliários com preços artificiais, que não refletem a real perspectiva da companhia naquele momento. Ainda, quando as informações verídicas são reveladas o preço dos valores mobiliários sofrerá com a devida correção causando dano aos investidores.

Nesse contexto, é possível verificar os três pressupostos que caracterizam a responsabilidade civil da empresa (i) o ato ilícito da companhia, consubstanciado na própria divulgação de informações falsas ou imprecisas; (ii) o dano, decorrente da aquisição dos valores mobiliários por um preço artificial e pela sua deflagração após serem divulgadas as informações verídicas; e (iii) o nexo causal, haja visto que, como comentado as informações divulgadas pela companhia influenciam diretamente a tomada de decisão pelo investidor, ou seja, caso a companhia adimplisse com o seu dever de informação o investidor não teria sofrido o dano decorrente.

Como também demonstrado, ao contrário do que a legislação vigente faz parecer, o administrador ao atuar dentro dos limites determinados no estatuto social, está apenas representando a companhia frente ao mercado de valores mobiliários. Desse modo, ainda que ele cometa atos ilícitos, omissivos ou que cause danos à própria companhia, ainda é esperado que essa seja responsabilizada pelos atos praticados, já em razão da teoria organista, na realidade os atos estariam sendo praticados por ela.

Apesar de parecer evidente a responsabilização da companhia pelas falhas no dever de informação a jurisprudência brasileira, ainda que muito incipiente sobre esta questão, se posiciona em sentido contrário, havendo julgada improcedente os pedidos dos investidores na maioria das ações verificadas em razão (i) da ilegitimidade passiva das companhias, entendendo que deve ser atribuída a responsabilidade pela reparação dos danos ao administrador e (ii) a ilegitimidade ativa do investidor, aduzindo que não houve nem dano direto sofrido por ele, mas sim, apenas um prejuízo reflexo dos danos incorridos pela própria companhia. Todavia, foi localizado um julgado que entendeu pela responsabilização da companhia em razão da divulgação de informações falsas, demonstrando que ainda há margem para a discussão sobre este assunto.

REFERÊNCIAS

- ADIER, Leandro Bittencourt. Valores Mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 9, p. 62-88, 2000.
- AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado de. **Responsabilidade Civil pela Informação. Informativo Jurídico da Biblioteca Min. Oscar Saraiva**, v.8, n. 2; 1996.
- ALVIM, Agostinho. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva. 1980.
- AMARAL, Francisco. **Direito civil – introdução**. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.
- ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.
- BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **A responsabilidade civil das companhias abertas perante investidores: danos individuais decorrentes de falhas na divulgação de informações**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.
- BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes. **Direito Societário e Direito Recuperacional: A Necessária Conciliação. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 55, n. 170/171. 2016,
- BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, [2002]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em: 08 jun. 2025.
- BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, [1976]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 08 jun. 2025.
- BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, [1976]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 08 jun. 2025.
- BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro. Renovar, 1998.
- BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Responsabilidade civil do diretor de S.A.: ação social e individual: cabimento e prescrição. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Pareceres**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2.
- BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 e 20. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CÂMARA A, Paulo. Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, v.2. 1998.

CARVALHO, Gil Costa. Conselho de Administração e Diretoria. In: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Granda da Silva (Org.). **Comentários à lei das sociedades por ações: Lei nº 6.404, de 15.12.1976, atualizada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, v. 3, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva. 2011.

CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COELHO, Fabio Ulhoa. Parecer. In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COMPARATO, Fábio Konder. O Princípio da Informação Completa no Mercado de Capitais. In: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial. Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva. 1990.

COMPARATO, Fábio Konder. Competência Privativa do Conselho de Administração para a Designação de Diretores de Companhia Aberta. In: COMPARATO, Fábio Konder. **Novos Ensaaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense. 1981.

CRUZ, Gisela Sampaio da. **O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005.

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 Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2.

FABIÃO, Bernardo; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. **Responsabilização dos emissores por falhas informacionais**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/responsabilizacao-dosemissores-por-falhas-informacionais-06082019>. Acesso em 29 de abril de 2025.

FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. **Novo Tratado de Responsabilidade Civil**. 4ª ed.. São Paulo: Saraiva Educação. 2019.

FERREIRA, Waldemar Martins. **Tratado das Sociedades Mercantis. Sociedades Anônimas**, v. 5, 5ª ed.. Rio de Janeiro: Nacional de Direito. 1958.

FORGIONI, Paula Andrea. A Evolução do Direito Comercial Brasileiro. **Da Mercancia ao Mercado**, 3ª ed.. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2018.

FORGIONI, Paula Andrea. **Contratos Empresariais – Teoria Geral e Aplicação**, 2ª ed.. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2016.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e outros Escritos sobre Conflito de Interesses)**, 2ª ed.. São Paulo: Malheiros. 2014.

FRONTINI, Paulo Salvador. **Responsabilidade dos Administradores em Face da Nova lei das Sociedades por Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 16, n. 26. 1977.

GOMES, Orlando. **Em Tema de Sociedade Anônima**. Revista dos Tribunais, v. 60, n. 429. 1971, p.18.

GOMES, Orlando. **Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Forense. 2011. p. 75.

GONÇALVES, Diogo Costa. **O Dever de Comunicação dos Administradores ao Banco de Portugal – Algumas Reflexos**. Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais, v.1, n. 3. 2019.

GONTIJO, Bruno Miranda. **Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores: as possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. A responsabilidade civil das companhias de mercado – A tutela coletiva dos investidores em sede arbitral. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 25, p. 37-51, 1985.

MENEZES CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e. SA: **Assembleia Geral e Deliberações Sociais**. Coimbra. Almedina. 2009.

MILLER, Daniel Schiavoni. Governança corporativa e full disclosure: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; CORRÊA, Rodrigo. **Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capital**. São Paulo: Lazulli Editora, 2004.

MOREIRA, Alberto Camiñe. A Ação Civil Pública da Lei 7.913/89 entre o Direito Coletivo e o Direito Societário. In CARVALHOSA, Modesto Souza Barros; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e WALD Arnoldo (orgs.). **A Responsabilidade Civil da Empresa perante Investidores**. São Paulo: Quartier latin. 2018.

NORONHA, Fernando. O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil. In NERY JUNIOR, Nelson; e NERY, Rosa Maria de Andrade (orgs.). **Doutrinas Essenciais: Responsabilidade Civil**, v.1. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2010, pp. 553-558.

GOMES, Orlando. **Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Forense. 2011.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil. Introdução ao Direito Civil. Teoria Geral de Direito Civil**, v.1, 19ª ed.. Rio de Janeiro: Forense. 2001.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Responsabilidade Civil**, 12ª ed.. Rio de Janeiro: Forense. 2018.

PETROBRAS SECURITIES LITIGATION. Disponível em: <http://www.petrobrassecuritieslitigation.com/>. Acesso em: 05 jun. 2025.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral. Introdução. Pessoas Físicas e Jurídicas**, t. 1, 3ª ed.. Rio de Janeiro. Borsoi. 1970.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado. Parte Especial. Direito das Obrigações: Fatos Ilícitos Absolutos. Atos-Fatos Ilícitos Absolutos. Atos Ilícitos Absolutos. Responsabilidade. Danos causados por Animais. Coisas Inanimadas e Danos. Estado e Servidores. Profissionais**. T. 53, 3ª ed.. Rio de Janeiro: Borsoi. 1972.

PRADO, Viviane Muller; ROSSI, Maria Cecilia; e SILVEIRA, Alexandre di Miceli. Decisões da CVM em Matéria Societária no Período de 2000 a 2006. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 37. 2007.

PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto (org.). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores: contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SILVA, João Carlos. **A responsabilidade das companhias abertas na era da informação: uma análise crítica**. **Revista de Direito Empresarial**, v. 15, n. 1, 2022.

SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022.

SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; SIMÃO, José Fernando; MELO, Marco Aurélio Bezerra; DELGADO, Mário Luiz. **Código Civil Comentado – Doutrina e Jurisprudência**. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência**. 9. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; JÚNIOR, Walfrido Jorge Warde; TAVARES GUERREIRO, Carolina Dias (Org.). **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Código Civil Comentado: Direito das Obrigações**. São Paulo: Atlas, 2008.

TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Fundamentos do Direito Civil – Responsabilidade civil**. v. 4. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de. **O Conselho de administração na Sociedade Anônima**. São Paulo: Atlas, 1997.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WALD, Arnoldo. A Sociedade de Capital Aberto e a Informação do Acionista. In WALD, Arnoldo. Estudos e Pareceres de Direito Comercial. **Problemas Comerciais e Fiscais da Empresa Contemporânea**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972.

WALD, Arnoldo. Parecer. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto; ARAÚJO, Theodoro. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.