



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.007423/2021-12

Reg. Col. 2672/22

Interessado: SPS I Fundo de Investimento de Ações – Investimento no Exterior

Assunto: Recurso contra manifestação de entendimento da SEP a respeito de possíveis infrações aos arts. 117, 153, 154, 155, II, e 156 da Lei nº 6.404/1976, por acionistas controladores e administradores da JBS S.A.. Consulta a respeito da aplicação do art. 246 da Lei nº 6.404/1976.

Relatoria: João Accioly

VOTO

1. Como relatado, este processo contém um **recurso** contra a decisão da SEP de não instaurar um PAS e uma **consulta** sobre matérias afetas, porém não idênticas ao objeto do recurso. São essas as duas seções em que se divide este voto: recurso e consulta.
2. Enquanto o recurso trata do que seria, na descrição da Recorrente, uma série de condutas abusivas de controladores e administradores da companhia, o que motivaria a instauração de processo sancionador, a consulta trata de maneira mais ampla das regras da Lei 6.404/76 para instauração de uma ação derivada de responsabilidade do controlador, e das consequências de uma propositura, pela companhia, dessa ação quando já existente a ação derivada.
3. Embora a consulta tenha direta relação com os fatos objeto do recurso, ela não se restringe a eles, pela abertura e alcance de seus questionamentos. A matéria é de crucial importância para o bom funcionamento da economia como um todo, que depende de ampla liberdade para agir e contratar, e da eficácia dos mecanismos para reparar danos provocados quando tal liberdade é abusada, violando direitos alheios.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4. A responsabilidade civil é um pilar da economia de mercado; uma das expressões mais fundamentais do direito de propriedade. Quando este é livremente transacionado, nas incontáveis relações jurídicas constituídas no funcionamento de uma economia de mercado, ambos os lados ganham. A subtração ou destruição de direitos de propriedade contra a vontade de seu titular representa uma óbvia perda líquida de riqueza para a sociedade e deve ser recomposta e desincentivada, sendo esta uma das funções mais básicas de qualquer sistema jurídico, e em última análise é dessa função que ora se trata ao se examinar a matéria da consulta, muito além de circunstâncias específicas do caso concreto, este tratado com mais ênfase no recurso.

5. No âmbito das empresas em geral, e ainda mais no mercado de capitais pela menor participação dos investidores nos negócios, uma das facetas mais importantes da responsabilidade é a função de fortalecer o alinhamento de interesses que ela promove entre empresários e investidores, i.e., entre aqueles que decidem e aqueles a quem se destinam os resultados financeiros das decisões. Na literatura jurídica e econômica, bem como nas recomendações de organismos internacionais como OCDE e Banco Mundial, essa é uma das dimensões mais relevantes das instituições cujo bom funcionamento permite o desenvolvimento pela sociedade de um mercado de capitais forte e funcional.

I – RECURSO

I.I. Conhecimento e não provimento.

6. Sobre o recurso contra a decisão da SEP, voto por: (i) afastar o argumento de falta de fundamentação da conclusão de que a assembleia da JBS teria determinado ingresso da nova arbitragem e extinção da arbitragem proposta pelos minoritários; (ii) acatar o argumento de contrariedade a entendimento consolidado do Colegiado, de modo a conhecer do recurso; e (iii) não dar provimento ao recurso em ambos os seus fundamentos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

I.II. Falta de fundamentação de que a assembleia determinou nova arbitragem

7. De início, entendo ser improcedente o argumento de que a SEP não teria fundamentado sua conclusão “de que a assembleia teria determinado o ingresso de Nova Arbitragem e a extinção do Procedimento Arbitral, afastando a possibilidade de os administradores aderirem a [este]”. Nos §§57-61 do primeiro parecer da SEP, essa fundamentação está presente:

“Como visto, a deliberação tomada na AGE de 30.10.2020 de fato retirou da Administração da JBS qualquer discricionariedade quanto à eventual adesão à Arbitragem dos Minoritários, alternativamente à instauração de novo procedimento arbitral (...)”

“Vale dizer, referida deliberação assemblear foi contrária à recomendação feita pela Administração da Companhia, seja quanto à rejeição dos itens (vi) e (vii), seja quanto à proposta contida no item (viii) (...)”

“Considerando o contexto apresentado, não nos parece restar comprovado que a decisão dos administradores da JBS com relação à instauração da Nova Arbitragem tenha sido orientada com o objetivo de beneficiar os acionistas controladores em detrimento dos acionistas minoritários, tampouco tomada em violação aos deveres fiduciários e eles impostos pela Lei nº 6.404/1976. Como exposto, os administradores, em verdade, atuaram de forma a cumprir a deliberação tomada pela maioria dos acionistas da Companhia na AGE de 30.10.2020.”

8. Note-se que o requisito de admissibilidade é a *ausência* de fundamentação, não a *improcedência* desta. Embora concorde em parte com a visão do Recorrente, neste particular, de que ainda remanesceria discricionariedade à administração para escolher a melhor forma de dar cumprimento ao decidido apesar do teor das deliberações e do que se retirou de pauta, a SEP entendeu diferente, o que me parece compreensível diante da dinâmica dos fatos em que alternativas chegaram a ser levadas à assembleia e o item que reconhecia a discricionariedade expressamente – item (viii) – foi retirado de pauta por requerimento de acionista (BNDESPAR) e por votação da maioria. Trata-se de entendimento que, ainda que dele possa divergir no mérito, é sustentado de maneira consistente e com fundamentação claramente apresentada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

9. Como afirmo concordar parcialmente com a tese do Recorrente de que a administração ainda teria discricionariedade diante da deliberação, esclareço. No âmbito do direito privado, propriamente na esfera *societária*, minha opinião jurídica é alinhada à do Recorrente neste ponto. Havendo qualquer espaço interpretativo no teor de uma deliberação para se ler que a administração ainda tem alguma margem de discricionariedade para exercer uma deliberação da assembleia, vale a liberdade da administração, dentro das balizas dos deveres fiduciários. Dessa forma, se a administração optasse por agir de modo diferente do que agiu (por exemplo, na forma que a própria administração havia orientado a assembleia a fazer), tal ato não poderia ter sua validade questionada; se dessa escolha decorresse resultado negativo para a companhia, não se poderia responsabilizar qualquer dos tomadores da decisão por descumprimento da vontade da assembleia.

10. Por outro lado, e eis o limite até onde concordo com a leitura da Recorrente, entendo que um particular não pode ser apenado, e por isso não deve ser acusado, por agir com base numa interpretação jurídica plausível, porém distinta da de seu acusador¹. Em direito punitivo, isto configuraria erro de proibição: *“o erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena”* (CP, art. 21). A inevitabilidade aqui se dá pela razoabilidade do entendimento, especialmente diante da dinâmica dos fatos, como exponho adiante.

11. No ponto sob análise, essa inadequação de punir alguém por ter interpretado a lei de modo razoável, ainda que incorreto, resvala até mesmo na zona de minha concordância: a discricionariedade da administração para agir. Imaginemos que os administradores, diante da decisão da assembleia, optassem por ingressar com nova medida apenas contra os administradores e juntar-se ao polo ativo na arbitragem dos minoritários, vindo a companhia a sucumbir. Se em posterior questionamento a CVM considerasse que isto violou a deliberação assemblear, seria razoável aplicar alguma punição? Afinal, a interpretação de que a assembleia deu um comando direto, ainda que

¹ A esse respeito, cito a seguinte passagem da manifestação de voto do Diretor **GUSTAVO BORBA** no caso Forjas Taurus (RJ2014/10556): *“Não obstante a conclusão [...], reconheço que, à época dos fatos, a questão jurídica [...] era extremamente controvertida [...]. Diante desse contexto [...] não vislumbro a possibilidade de condenação dos acusados [...], em virtude da não configuração dos requisitos de dolo ou culpa necessários para a condenação”*. Relator: **PABLO RENTERIA**, j. 24.10.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

a meu ver não seja a mais correta, é no mínimo compreensível. Pois entendo que a resposta é negativa: não seria correto aplicar punição.

12. Da mesma forma, se por um lado considero que o mais correto seria a administração manter a discricionariedade, por outro me pareceria até mesmo perverso como julgador exigir, como conduta diversa, que o particular tivesse leitura jurídica idêntica à minha – a ponto de punir, em última análise, a divergência de interpretação. Ainda mais quando se percebe a plausibilidade da leitura jurídica oposta. Lembremos da exclusão do item (viii) da deliberação. Qual seria o ilícito a justificar uma punição? Excesso de cautela ao interpretar a deliberação assemblear?

13. Como julgador é mais simples olhar os fatos à distância (tanto temporal quanto das consequências) e concluir que havia espaço para a administração reservar sua discricionariedade. Suponho que como consultor jurídico da administração minha opinião pudesse ser até mesmo a de, embora entender pessoalmente que o certo seria a diretoria poder escolher a melhor forma de cumprir a decisão, alertar para um risco não desprezível de acionistas que votaram pela exclusão do item (viii) questionarem o ato; supondo-me na pele do administrador, então, sujeito pessoalmente a pesadas consequências patrimoniais de meus atos, bem possível que até meus neurônios e sinapses operassem num modo mais voltado à autopreservação e me levassem a considerar por demais arriscado agir nos termos de um item cuja exclusão foi especificamente votada e aprovada por maioria. Ainda mais quando o maior acionista minoritário, o BNDESPAR manifestara-se exatamente no sentido contrário a reconhecer qualquer discricionariedade à administração. Apesar de baseado no que parece ter sido uma compreensão algo atrapalhada do alcance e das consequências jurídicas do item (viii) à luz dos fatos correntes e das diferenças entre medidas contra administradores e contra controladores, o fato é que aquele acionista possuía esse entendimento e fez prevalecer sua vontade de retirar o referido item da pauta. E eis alguns trechos do que disse o BNDESPAR em sua manifestação: “o administrador que **recebeu o mandato da assembleia geral (...)** não pode (...) eximir-se da propositura da ação”; a autorização buscada no item viii estaria “**usurpando a competência da própria assembleia geral para deliberar sobre o tema**”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. Diante dessas afirmações, repito: entendo, em âmbito societário, que a diretoria ainda mantinha sua discricionariedade para escolher a melhor forma de cumprir a deliberação. Mas em âmbito de direito punitivo, seria descabido *punir* o administrador que entendeu tê-la perdido diante de tais manifestações e da votação que retirou o item de pauta (tampouco cabendo, portanto, iniciar processo punitivo por isso). Não importa que o BNDESPAR estivesse equivocado. Se um caminhão está a avançar o sinal vermelho, o motorista que vem na transversal não cruza o sinal verde apenas porque a lei de trânsito lhe dá o direito de passagem. Ele freia para evitar o choque. E no caso dos autos, há de se convir que a diferença entre as duas posições não é nem de longe nítida como aquela entre semáforos luminosos. Pelo contrário: além do BNDESPAR, cujo entendimento talvez equivocado pode ter operado até mesmo em seu prejuízo, a própria SEP, em juízo absolutamente neutro, teve a mesma opinião sobre a suposta determinação pelo ingresso de nova arbitragem contra os controladores.

15. Pela presença de fundamentação, rejeito o conhecimento do recurso com base na ausência de fundamentação, e com base nos esclarecimentos feitos acima, caso meus pares decidam pelo conhecimento, voto por seu desprovemento.

I.III. Contrariedade a entendimento do Colegiado: BJR não se aplica a lealdade

16. Por outro lado, tem razão a Recorrente quando sustenta que não se aplica a *business judgment rule* em casos de dever de lealdade e que a fundamentação da decisão recorrida contém afirmação incompatível com este preceito, consolidado no Colegiado. A não interferência no mérito das decisões empresariais é necessária num ordenamento jurídico pelo reconhecimento de que o funcionamento da economia de mercado é mais eficiente quando as decisões negociais são tomadas livremente, sem risco de revisão estatal posterior. Como os gestores do patrimônio alheio dependem da geração de resultados positivos para esse patrimônio a fim de que tenham para si também resultados positivos, esse alinhamento é suficiente para que se opte por não analisar o mérito das decisões. Fazê-lo implicaria, em última análise, substituir a decisão privada sobre como melhor perseguir os interesses de uma empresa pela decisão de um órgão julgador, afastado dos fatos do momento da decisão, do conhecimento empresarial e das consequências e incentivos para melhor decidir em benefício da empresa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

17. Essa lógica, entretanto, depende de que a configuração de interesses na tomada de decisão seja comutativa, sem possível rota de colisão – isto é, sem que o tomador de decisão possa beneficiar-se a si próprio em detrimento daqueles cujo patrimônio é por ele gerido. Quando o fiduciário tem esse potencial de lesar seus fiduciantes para ganhar com outro chapéu, que não o de fiduciário, a revisão judiciária ou judiciariforme é pertinente, na medida em que constitui nada mais que assegurar o adequado cumprimento dos contratos. Neste caso, trata-se do contrato – ainda que implícito – entre o fiduciário e seus fiduciantes. Numa companhia, trata-se dos contratos implícitos entre os administradores a coletividade dos acionistas, ou, conforme o caso, entre os controladores e os não-controladores (isto é, conforme o polo decisório em concreto e os interesses em concreto que estão em jogo). Se as características do caso indicam que a decisão *pode ter sido tomada* em benefício não da estrutura coletiva, mas sim de interesses particulares, o exame do mérito justifica-se exatamente para verificar se a busca do melhor resultado possível *para a coletividade* efetivamente foi cumprida, ou se houve desvio para beneficiar uns em detrimento de outros. Se o ato se revela ruinoso, mas não pretendeu beneficiar apenas quem o praticou, não se justifica rever seu mérito; se há, porém, conflito de interesses envolvido na tomada de decisão, deve-se sim adentrar o teor da decisão para verificar se houve cometimento de abuso.

18. Sob a legislação brasileira, a lógica acima manifesta-se, sinteticamente, na fórmula de que só se aplica a *business judgment rule* em casos de dever de diligência, não de lealdade. Nestes, como há o potencial conflito de interesses - o tomador da decisão *pode* beneficiar-se em detrimento dos destinatários de seus deveres fiduciários – não cabe a exceção da análise do mérito. A Recorrente trouxe diversos precedentes da CVM nesse sentido. Não temos, por óbvio, um sistema de vinculação a precedentes, mas meu entendimento jurídico sobre a matéria converge com estes e trago-os como sustentação adicional de minha posição; acima disso, trata-se de análise processual – sobre o cabimento do recurso – e independente de minha concordância ou discordância com os precedentes: ainda que discordasse destes, isto não poderia afetar a análise mais objetiva sobre haver ou não divergência entre a decisão da área técnica e os precedentes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

19. O Recorrente sustenta que a SEP deveria ter examinado o mérito das decisões da administração de (i) iniciar uma nova arbitragem ao invés de fazer a companhia atuar no polo ativo daquela já em curso, (ii) contratar para representar a companhia, para a arbitragem em curso, escritório que representa os controladores em outros processos, e (iii) praticar demais atos nesse mesmo contexto, que reputam violadores de dever de lealdade. A SEP efetivamente opta por não adentrar o mérito e faz expressa referência em sua fundamentação à *business judgment rule*, como demonstrado pelo Recorrente.

20. Apesar de a SEP não limitar sua fundamentação a este ponto, como exposto no tópico a seguir, os §§4º e 5º do art. 4º da Res. 45 fazem referência ampla à fundamentação, sem exigir que toda ela esteja em desacordo/dissonância com posicionamento prevalecente no Colegiado - o que seria, aliás, muito improvável. Entendo adequada a leitura de tais dispositivos de maneira ampliativa, consentânea com o direito de petição, com a possibilidade de revisão dos próprios atos pela administração pública, e também com o dever desta Autarquia de transmitir clareza e segurança aos cidadãos sobre o direito aplicável ao mercado de capitais. Por isso, havendo mesmo apenas um ponto que contrarie entendimento do Colegiado, dentre vários, parece-me apropriado considerar preenchido esse requisito de admissibilidade.

21. Assim, considero satisfeita a exigência do §5º do art. 4º da Res. 45, pela demonstração por parte da Recorrente de que contraria entendimento consolidado do Colegiado uma parte da fundamentação da SEP para decidir não instaurar processo administrativo sancionador, pelo que voto por conhecer do recurso.

I.IV. Não provimento do recurso

22. No mérito, entendo que a SEP chegou a uma conclusão que não admite revisão por este Colegiado. Houve uma fundamentação jurídica imprecisa – aliás, entendo que se tratou mais de uma imprecisão na forma de exposição, do que propriamente jurídica. O núcleo da reclamação é composto pelos fatos – a conduta da companhia de instaurar uma nova arbitragem e extinguir a arbitragem inicial – e pelo que é descrito como abusividade dessa conduta, isto é, alegações de conluio entre escritórios, imposição de prejuízo à



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

companhia por pedidos de indenização inferiores aos formulados na arbitragem proposta pelos minoritários etc. E a meu ver a SEP, apesar de usar nominalmente a fundamentação da regra da decisão negocial, o fez apenas após verificar os fatos narrados (e demonstrados) e contrapô-los às regras que os classificariam, ou não, como abusivos ou ao menos potencialmente conflitantes a ponto de justificar a revisão do mérito das decisões.

23. O que leio da decisão da SEP é que ali se entendeu não haver nos autos, ao menos ainda (como ela expressamente afirma), elementos que configurem quebra de lealdade, por abuso no poder de controle ou em atos da administração. Isto, por diferentes vertentes: pelo momento processual em que se encontra a segunda arbitragem; pela constituição, pela companhia, de mecanismos de governança voltados a instituir um procedimento de tomada de decisão isento, sem potenciais conflitos de interesse; e pelo que a SEP entendeu constituir falta de alternativas à administração, em decorrência das deliberações assembleares (mencionada no §7 deste voto).

24. Quanto ao momento processual: em tese, a nova arbitragem poderia conferir à companhia uma vitória e uma indenização maiores que a arbitragem inicial. Isto, porque a SEP concordou com a visão exposta pela companhia de que, por um lado, seria uma vantagem da segunda arbitragem a seleção dos árbitros pela companhia, seleção que não houve na primeira, e por outro, que não haveria a desvantagem da extensão do pedido por ter-se reservado a companhia o direito de pleitear indenização relativa à incorporação da Bertin mais à frente. Ainda que em minha visão o argumento da seleção dos árbitros tenderia a ruir diante da faculdade que a companhia teve de participar da seleção dos árbitros que lhe teria sido franqueada na Arbitragem dos Minoritários, entendo que o escopo da revisão pelo Colegiado não pode questionar o juízo feito pela área técnica, sobre a suficiência ou insuficiência probatória para superar o limiar a partir do qual os responsáveis por propor a acusação consideram haver elementos suficientes para fazê-lo. O mesmo vale para a discussão sobre as diferenças entre limites objetivos e subjetivos dos pleitos entre as diferentes arbitragens. Esses são aspectos que claramente compõem o mérito da decisão negocial, o *business judgment* que não é revisitado em cumprimento à regra que leva seu nome.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

25. Uma ressalva é pertinente neste ponto. Apesar de constituírem o mérito da decisão, poderiam e deveriam ser reexaminados em sede de julgamento, caso não fosse aplicável a regra da decisão negociada. Este é um ponto nevrálgico da discussão: para a Recorrente, não é aplicável essa regra, pois a hipótese é de alegação de quebra do dever de lealdade. Para a SEP, contudo, o que não estaria presente nos autos é a demonstração suficientemente robusta de que os atos foram praticados de maneira *interessada*, a ponto de justificar a revisão do mérito.

26. Esse mesmo raciocínio vale, novamente, para o juízo que a SEP fez dos demais elementos que, em seu entender, não estiveram presentes a ponto de configurar existência de interesses conflitantes e benefícios indevidos decorrentes da conduta que examinaram. Faço referência em especial aos parágrafos 52 e seguintes do SEI 1578767:

“...no caso concreto, entendemos que inexistem elementos suficientes e aptos a demonstrar, sem qualquer dúvida razoável, de [sic] que a constituição e a recomendação realizada pelo referido Comitê [o Comitê ad hoc] acerca da instauração da Nova Arbitragem configuraram ‘mero expediente para criar uma falsa aparência de normalidade e respeito à lei e ao interesse social’, bem como não se pode afirmar que a decisão [...] não tenha refletido ‘termos razoavelmente compreensíveis e racionais, permitindo concluir pela atuação com desvio de finalidade ou [...] desleal dos administradores’...”

“...esta SEP concluiu, no parágrafo 61 do PARECER TÉCNICO Nº 34/2022-CVM/SEP/GEA-4, que, diante de todo o contexto apresentado, não restaria comprovado ‘que a decisão dos administradores da JBS com relação à instauração da Nova Arbitragem tenha sido orientada com o objetivo de beneficiar os acionistas controladores em detrimento dos acionistas minoritários’, tampouco tomada em violação aos deveres fiduciários e eles impostos pela Lei nº 6.404/1976

“De fato, a partir da análise dos elementos constantes dos autos, não podemos afirmar que os administradores da JBS atuaram orientados pelos acionistas controladores, dando início a um novo procedimento arbitral “aparentemente simulado” com o objetivo de frustrar o procedimento arbitral [REDACTED]...”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“Vale dizer, não podemos concluir que a conduta dos administradores da Companhia tenha sido contrária à lei ou aos interesses da Companhia, por todas as razões já expostas, que, como visto, não se limitam ao aspecto procedimental...”

“a partir dos elementos ora constantes dos autos, não se verifica, até o presente, à luz da legislação societária, elementos que comprovem o conjunto de irregularidades arguido pelo Reclamante, a justificar uma atuação sancionadora por parte deste órgão regulador.”

27. Como se percebe dos trechos acima, houve na prática uma série de juízos feitos pela área técnica sobre suficiência ou insuficiência dos elementos constantes dos autos para justificar a apresentação de uma acusação.

28. Tais juízos levaram-na a concluir pela insuficiência. Revê-los no Colegiado seria impróprio, pois estaríamos exercendo não uma função julgadora, que nos cabe, mas sim acusatória. Seria um juízo de matéria que cabe neste momento processual a quem opta por formular ou não a acusação, que são exclusiva e autonomamente as Superintendências, nos termos do art. 3º da Resolução 45. Apesar de algumas teorias contemporâneas heterodoxas, ainda acredito em postulados mais tradicionais como o de que quem julga não pode ter a prerrogativa de acusar, nem de aprimorar ou estimular a acusação, entre outras relíquias do *due process*.

29. Assim, por mais que alguns dos elementos dos autos pudessem me levar a concluir diferentemente sobre a presença simultânea de interesses possivelmente contrapostos e, portanto, sobre o cabimento do exame dos aspectos de mérito das decisões da administração que a SEP não adentrou por entender que não havia evidência suficiente de tais decisões terem sido *interessadas*, entendo que um pronunciamento do Colegiado nesse sentido cruzaria perigosa e irregularmente a fronteira entre a atividade julgadora e a acusatória. Se a eficiência econômica recomenda uma *business judgment rule*, o devido processo legal exige uma, por assim dizer, *accusation judgment rule*, pela qual o julgador não pode rever o mérito do juízo probatório e jurídico de quem tem por dever formular a acusação. A primeira é comportada pela lei societária e pela maior parte da regulamentação infralegal; a segunda é fundamental ao Estado de Direito e refletida na Resolução 45.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

30. Deste modo, apesar de ter havido a demonstração pelo Recorrente de que a fundamentação da SEP contrariou precedentes do Colegiado, ainda que pontualmente, o que determinou meu voto pelo conhecimento do recurso, no mérito entendo que essa fundamentação é coesa e foi exercida dentro de sua discricionariedade, com argumentação jurídica adequada frente às conclusões que chegou por seu juízo próprio sobre suficiência de elementos para justificar a apresentação de acusação. Voto, portanto, pelo indeferimento do recurso.

II – CONSULTA

II.0. INTRODUÇÃO: QUESITOS, CONTEXTO E ESCLARECIMENTO.

31. São dois os quesitos apresentados na Consulta. Neles, a Recorrente/Consulente requer a confirmação por esta Autarquia de que (transcrevo):

(a) Nos termos do art. 246 da Lei das S.A., não há necessidade de prévia deliberação da assembleia geral para propositura, pelo acionista minoritário, de ação de responsabilidade civil em face de acionista controlador por danos causados à companhia controlada; e

(b) A propositura, pela companhia, de ação de responsabilidade contra o seu acionista controlador após a propositura de ação de responsabilidade promovida pelos acionistas minoritários, com base e nos estritos termos do art. 246 da Lei nº 6.404/1976, não acarreta a automática extinção da ação de responsabilidade movida e conduzida pelos minoritários.

32. O contexto em que a Consulta é formulada é o de que o E. STJ, no julgamento do Conflito de Competência, decidiu pela extinção da arbitragem que materializava a ação derivada proposta pelos minoritários. O Acórdão tem diversos fundamentos que se interrelacionam, alguns deles transparecendo ser suficientes por si sós. Esta Autarquia não tem competência legal para pronunciar-se sobre algumas das matérias que constituem pressupostos das razões do Acórdão, especialmente no que tange a questões estritamente processuais e arbitrais, tais como possibilidade ou não de reunião de processos, direito a escolha de árbitros, regularidade da constituição do tribunal arbitral etc..



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

33. Faz-se o esclarecimento acima, a fim de que não se considere equivocadamente esta resposta à Consulta como tentativa de contraposição ao julgamento daquela Corte Superior. As respostas aos quesitos não são simples, como se verá (esta introdução foi escrita depois de tê-las concluído), e embora a meu ver sejam ambas positivas, elas não significam o entendimento de que as *conclusões* do E. Acórdão não se sustentam por outros fundamentos para além do direito societário e mercado de capitais, única esfera sobre a qual a CVM tem competência legal para opinar (Art. 31 da Lei 6.385/76).

34. Portanto, trata-se por certo de bem menos do que algo capaz de afetar o resultado do caso concreto, porém tem-se muito mais do que isso em termos de repercussão para casos futuros.

35. A Consulente foi muito precisa na formulação de seus quesitos, pois embora estes não extingam a matéria submetida ao E. STJ, refletem duas normas gerais que podem ser extraídas do Acórdão: (i) há necessidade de prévia assembleia para surgir a legitimação extraordinária da ação derivada contra controladores; e (ii) a propositura de ação pela companhia contra controladores acarreta automaticamente a extinção da ação derivada já em curso. Ambas têm natureza claramente societária e, especialmente a segunda, enorme potencial de impacto sobre o mercado de capitais do país. Por isso, precisas também as seguintes palavras da Consulente, que faço minhas para o propósito deste voto: *“É fundamental que, diante das dúvidas que o tema tem demandado, o Colegiado [desta] Autarquia, com sua expertise técnica, oriente o mercado acerca da correta interpretação da legislação societária sobre a ação de responsabilidade civil contra o controlador”*.

II.I. PRIMEIRO ITEM DA CONSULTA: NECESSIDADE OU NÃO DE ASSEMBLEIA GERAL PRÉVIA PARA CABIMENTO DE AÇÃO DERIVADA CONTRA CONTROLADORES

II.I.I. Apresentação do problema: lacuna ou silêncio eloquente?

36. O Recorrente requer a confirmação por esta Autarquia de que *“nos termos do art. 246 da Lei das S.A., não há necessidade de prévia deliberação da assembleia geral para propositura, pelo acionista minoritário, de ação de responsabilidade civil em face de acionista controlador por danos causados à companhia controlada”*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. Há distintas formas de se compreender o texto legal. A descrição do direito vigente, ora empreendida, leva em conta a literalidade das normas, mas também o que me parece, a partir dos registros históricos, ter sido o sentido buscado por seus autores; há, também, o reconhecimento de diferentes interpretações que se apoiam numa metodologia sistemática de harmonização e convivência de normas distintas na legislação societária, especificamente no que tange às ações derivadas. Procede-se, também, ao exame de abordagens consequencialistas, em atendimento a dever que entendo cabível à CVM desde sua criação, já que a Lei 6.385/76 lhe atribui o dever de zelar pelo desenvolvimento *eficiente* do mercado de capitais – mais de quatro décadas antes da inclusão expressa do dever de indicar consequências práticas da decisão, em 2018, na Lei de Introdução ao Direito Brasileiro.

38. O texto do art. 246, §1º, é bem direto: “A ação para haver reparação cabe: (a) a acionistas que representem 5% ou mais do capital social; (b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente”.

39. Nada diz a lei sobre prévia deliberação. Em contraste, temos o texto do art. 159, que ao tratar de ação de indenização *contra administradores* diz que ela compete à companhia *mediante prévia deliberação da assembleia-geral*.

40. A interpretação mais simples é, claramente, a de que não há necessidade de prévia deliberação da assembleia-geral. Afinal – diz o argumento –, quando se quis na lei fazer tal exigência, ela foi feita: o caput do art. 159 está aí para demonstrá-lo. Compete *mediante prévia deliberação*, ou seja, nem mesmo se trata de uma competência que possa ser exercida diretamente por administradores, ou pelo conselho de administração, ainda que dependente de ratificação assemblear – o que seria perfeitamente factível. No sentido inverso, temos a literalidade do art. 246, §1º, que nem sequer faz menção à companhia como legitimada para propor a ação de reparação contra seu controlador. O dispositivo diz que a ação cabe – sem ressalva – *a acionistas*. Sejam eles titulares de determinado percentual mínimo, sejam eles titulares de qualquer quantidade de ações, desde que caucionem o que podem vir a ser condenados a pagar.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

41. Todavia, embora não me seja possível ter dúvida de que essa é a interpretação mais *simples*, isto não representa encerrar a questão de qual a interpretação mais *correta*. Seria até desrespeitoso com quem sustenta interpretação divergente desconsiderar os rebuscados esforços hermenêuticos que chegam a conclusão distinta, apenas pelo fato de esta decorrer de uma argumentação mais longa e complexa². Afinal, não há norma legal que imponha um dever interpretativo análogo à Navalha de Ockham, que mesmo nas ciências é apenas um princípio e não uma lei, e como todos sabemos não faltam no direito – inclusive na própria Lei das S.A. – exemplos em que a leitura mais simples não é a mais correta.

42. Ademais, não há como se ignorar, numa descrição atual e completa do direito brasileiro, que a interpretação contrária à leitura mais simples tem sustentação inclusive na decisão do E. STJ no Conflito de Competência. Embora não se trate de um paradigma consolidado ou tenha feito coisa julgada quando estas linhas são escritas, é a mais recente manifestação da corte a quem compete, em última instância, interpretar a Lei das S.A. sob enfoque infraconstitucional. Ao longo deste voto, alguns de seus aspectos serão considerados, mormente no que tange ao caráter geral das normas.

43. Aprofundando o exame das normas relevantes à solução da consulta e do próprio Acórdão do Conflito de Competência, para além do singelo “confirmamos” que à primeira vista parece ser a resposta literal e direta que o §1º do art. 246 dá ao primeiro item da consulta, há que se reconhecer ser admissível a questão: o silêncio no art. 246 sobre processo decisório é uma *omissão*, gerando uma *lacuna* a ser preenchida pelo intérprete, ou se trata de uma espécie de silêncio eloquente, do qual o intérprete extrai conteúdo normativo de algo sobre o que o texto legal nada diz, *a contrário senso* de outra norma, esta não silente sobre a matéria? Se lacuna for, cabe a integração e o art. 159 é a fonte mais evidente para obter-se a analogia, de modo a ser exigível a prévia deliberação da assembleia; se não for, é dicção direta: a ação cabe aos acionistas independentemente de qualquer procedimento ou formalidade.

² Em artigo de 2015, **GABRIEL BUSCHINELLI** e **RAFAEL BRESCIANI** registram haver essa exata divergência doutrinária e jurisprudencial: “Não há regra semelhante [às do art. 159, §§3º e 4º] para a propositura de ação de responsabilidade em face do controlador (LSA, art. 246). Há, na jurisprudência e na doutrina, posições divergentes a respeito dessa ausência de regramento. Para alguns, tratar-se-ia de lacuna a ser suprida por aplicação analógica dos requisitos do art. 159; para outros, representaria opção deliberada do legislador de dispensar a assembleia como requisito para a propositura de ação em face do controlador”. Contudo, o artigo não indica doutrinadores com tal posição, e faz referências equivocadas a julgados do STJ – os trechos do suposto voto vencedor da Min. NANCY ANDRIGHI, citado no artigo como defensor da tese, na verdade são do voto vencido do Min. MENEZES DIREITO, citado na nota de rodapé nº 22; o voto da Ministra ANDRIGHI foi realmente vencedor, mas não adota a tese. BUSCHINELLI, G. S. K, BRESCIANI, R. H. *Aspectos Processuais da Ação de Resp. de Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social*. In: YARSHELL, F. L., SETOGUTI, G.(coord.). São Paulo: Quartier Latin, 2015, pág. 262.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II.I.II. Assembleia prévia como ponto controverso e mecanismos para contornar conflitos de interesse. Construção sistemática possível em favor da analogia

44. Para a maioria da doutrina, este tema pode ser resumido pelo enunciado de que a ação de responsabilidade contra seus administradores compete à companhia, ou a acionistas quando os administradores em conjunto a resistem, e, dado que a companhia tem sua vontade determinada pelos controladores, a ação contra estes compete diretamente a acionistas minoritários. Legitimidade extraordinária dos acionistas em ambos os casos, porém *secundária* contra administradores (condicionada ao não exercício do direito de ação pela companhia) e *primária* contra controladores, na acepção de BARBOSA MOREIRA, como didaticamente exposto no parecer do Prof. MARCELO VON ADAMEK juntado aos autos.

45. Contudo, o caso sob exame traz fatos e argumentos que requerem no mínimo rebuscamento do enunciado simplificado acima. A deliberação, em assembleia geral, foi formada sem a participação dos controladores, assim como foram adotados mecanismos adicionais de governança para que a atuação da companhia, no litígio, transcorresse sem influência dos réus na ação – a formação do Comitê *ad hoc*. Ao menos em tese, portanto, é possível cogitar a possibilidade de a companhia superar as barreiras que em princípio tornam improvável sua atuação contra acionistas controladores.

46. Creio que se torna mais simples constatá-lo se abstrairmos o contexto fático que permeia estes autos, pois ele inclui particularidades que podem ofuscar a regra geral. Suponhamos genericamente apenas que há uma divergência jurídica entre companhia e controlador. É plausível que a companhia sirva (como *lhe sói*) de veículo para materialização da vontade de seus acionistas, que legitimamente se deparam com visões antagônicas sobre uma questão e decidem que uma terceira parte, neutra à disputa, decida sobre a matéria. Ora, é bem isso o que ocorre quando a companhia, tendo sua vontade formada por seus minoritários em assembleia, decide instaurar um litígio contra os controladores.

47. Em termos mais simples e resumidos: pode ser improvável, mas não é impossível que a companhia processe seu controlador; e pode ser complexo, mas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

novamente não impossível, que isto transcorra sem influência do réu em detrimento do interesse da companhia³.

48. Tais considerações têm relevância na investigação em busca da norma efetivamente prevista no direito: quanto mais se aceita como factível, *em tese*, que uma companhia tenha condições de decidir litigar contra seu controlador e de efetivamente atuar no litígio, mais se pode cogitar da razoabilidade de que a regra preveja necessidade de prévia manifestação da assembleia. Note-se que estou aqui falando da possibilidade *em tese* de a lei conter tal previsão: quanto mais razoável em abstrato o intérprete considera uma regra, mais tendente a aceitá-la como decorrente da interpretação dos dispositivos relativos à matéria, caso se encaixe no texto em alguma medida razoável.

49. Assim, a visão de que se trata de uma *lacuna* no art. 246, quanto à necessidade de deliberação prévia da assembleia, é complementada pela ideia de que tal deliberação e a conduta dela decorrente podem dar-se por meio de estruturas de interesses que permitam uma legítima confrontação entre as posições jurídicas do réu, controlador, e autor, companhia. Nessa leitura, nota-se uma percepção da companhia menos como extensão da vontade de quem lhe detém a maioria dos votos e mais como instituição dotada de interesses e vontade próprios, o que se costuma associar à expressão “institucionalismo”, em oposição ao “contratualismo” tendente a enxergá-la, talvez mais ceticamente, como instrumento a serviço de resultados positivos para seus constituintes.

50. Da leitura de que o silêncio do art. 246 sobre a deliberação da assembleia constitui uma lacuna, é possível fazer a construção de que se aplicaria a essa ação de responsabilidade a mesma regra incidente sobre aquela que busca indenização dos administradores.

51. Embora não refletida topologicamente na organização dos dispositivos da lei brasileira, a proximidade material entre ambas é evidente: trata-se de trazer de volta para a coletividade dos acionistas, por meio do centro de interesses em comum que a companhia é, valores dela subtraídos por quem a faz agir; seja o administrador, que a faz

³ A expressão “interesse da companhia” aqui é empregada num sentido estrito, delimitado pelo escopo do litígio.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

agir diretamente por seus atos em representação da companhia, seja o controlador, que a faz agir ou diretamente ao determinar deliberações assembleares, ou indiretamente pelo comando que tem sobre os administradores cuja maioria indica. Em outros termos, trata-se em ambos os casos de ação de responsabilidade por danos decorrentes da quebra de deveres fiduciários: entre uma e outra, muda quem rompeu o dever, e em que qualidade o fez. Para quem gosta de jargão de análise econômica, é a ação do “principal” contra o “agente” para reaver a parte ilícita dos “custos de agência” causados por conflito (digasse de passagem: material, substancial, atual, efetivo) de interesses⁴.

52. É compreensível, portanto, que o intérprete leia o art. 159, que especifica depender a ação de prévia deliberação da assembleia, e ao ler o art. 246 entenda estar diante de uma omissão. Afinal, se um dispositivo se refere à assembleia, por que o outro não o faz? Seria possível que ao reger a competência para propor a ação contra o controlador, o texto dissesse, por exemplo, “A ação para haver reparação cabe, *independentemente de deliberação prévia da assembleia-geral...*”. Seria uma técnica legislativa em paridade com a utilizada no art. 159. Daí, como o texto do art. 246 nada diz a respeito, e na medida em que isso seja tratado como omissão, ela deve ser decidida “*de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito*” (art. 4º da Lei de Introdução ao Direito Brasileiro). Pelas semelhanças traçadas no parágrafo anterior, parece-me razoavelmente seguro afirmar que não há no direito figura mais próxima à ação de responsabilidade contra controladores, do que a ação de responsabilidade contra administradores. Assim, sob a premissa de que se trata de uma omissão, traçar-se uma analogia com a regra do art. 159 é intuitivo.

53. Também é aceitável que se considere tratar-se de uma interpretação “sistemática” da Lei das S.A., pois com ela se dá um regime equivalente a dois institutos muito próximos, a partir de dispositivos do mesmo diploma.

⁴ Registre-se a curiosidade de que as expressões teoria da ou conflito de “agência”, “agente” e “principal” foram mal importadas para o direito por uma tradução imprecisa de “agency”, “agent” e “principal” – termos originalmente importados *do direito para a economia* por Jensen e Meckling, que no contexto significam, respectivamente, *mandato, mandatário e mandante*. Seria mais preciso chamar de “teoria do mandato” – *teoria*, porque obviamente as relações por ela descritas não são *juridicamente* mandatos, mas operam *como se o fossem*: por exemplo, o administrador age *como* um mandatário da coletividade dos acionistas. Juridiquês na economia que virou economês no direito.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

54. O “sistema” da lei, nessa ótica, seria extraído da norma que vem topologicamente antes (art. 159) e que contém detalhamento sobre diferentes hipóteses; esse sistema consistiria em exigir, para a formação da vontade da companhia sobre litigar contra quem causou danos por violação de deveres fiduciários, prévia deliberação assemblear, a partir da qual ou a companhia estaria legitimada, se positiva a deliberação, ou se constituiria a legitimidade para acionistas minoritários, se negativa a deliberação ou se inerte a administração a partir da deliberação positiva. Tal sistema tem coerência interna: supondo-se que a companhia seja uma entidade dotada de vontade própria, ou em termos mais concretos supondo-se a eficácia plena das estruturas de tomada de decisão para evitar a materialização de conflitos efetivos de interesses, é plausível reconhecê-lo como uma regra aceitável.

II.I.III. Interpretação sistemática também permite concluir pela inexigência de assembleia. Técnica legislativa empregada na Lei das S.A.

55. Examinemos, agora por uma abordagem também de contorno sistemático, a interpretação inicialmente apresentada como a mais simples e literal, de que o art. 246 ao não exigir deliberação prévia da assembleia-geral não é omissivo, e sim eloquente em seu silêncio. Se a ação compete aos acionistas titulares de percentual mínimo, ou a qualquer um que caucione os custos de sua possível sucumbência, a ação cabe a eles e ponto final. Ao não exigir deliberação prévia, não seria necessário completar o conteúdo da norma a partir de outro dispositivo, pois seria exatamente essa a regra da lei: competir a ação ao minoritário, diretamente.

56. De que modo isto seria harmônico com outros dispositivos e outras regras da mesma lei societária?

57. Um fator a ser considerado nesse sentido é que em geral, nas atribuições de competência a órgãos societários, o texto legal na Lei das S.A. faz a atribuição sem ressalva. Como principais exemplos: art. 122 (“Compete privativamente à assembleia geral”); art. 142 (“Compete ao conselho de administração”); art. 163 (“Compete ao conselho fiscal”); art. 211 (“Compete ao liquidante...”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

58. Ao mesmo tempo, em *todos* os casos em que a competência é condicionada ou limitada, a lei faz ressalvas nos próprios dispositivos. Exemplos: art. 74 (“*Se a emissão tiver agente fiduciário, caberá a este...*”); art. 76 (“A deliberação sobre emissão de bônus de subscrição compete à assembleia-geral, *se o estatuto não a atribuir ao conselho de administração*”); art. 106, §1º (“*Se o estatuto e o boletim forem omissos [...], caberá aos órgãos da administração*”); art. 123 (“Compete ao conselho de administração, *se houver, ou aos diretores [...]* convocar a assembleia-geral”); art. 123, alíneas do parágrafo único (“a. pelo conselho fiscal, *nos casos previstos no número V, do artigo 163*”; “b. por qualquer acionista, *quando os administradores retardarem [...]* a convocação...”; “c. por acionistas [...], *quando os administradores não atenderem [...]* a pedido de convocação...”; “d. por acionistas [...], *quando os administradores não atenderem [...]* a pedido de convocação); art. 150 (“§1º. *No caso de vacância de todos os cargos do conselho de administração, compete à diretoria convocar a assembleia-geral*”; “§2º. *No caso de vacância de todos os cargos da diretoria, compete ao conselho fiscal [...]* ou a qualquer acionista”); art. 208 (“*Silenciando o estatuto, compete à assembleia-geral...*”); art. 211, parágrafo único (“*Sem expressa autorização da assembleia-geral, o liquidante não poderá...*”). Além, é claro, do próprio art. 159: “Compete à companhia, *mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador...*”.

59. Note-se que não incluí, entre os dispositivos mencionados como exemplo de atribuição *incondicionada* de competência, o §1º do art. 246, já que a presença ou ausência de condicionante é justamente o objeto da análise ora empreendida. Tratá-lo como exemplo de como a lei descreve atribuições taxativas a fim de interpretar *o próprio* dispositivo seria uma falácia retórica, mais especificamente uma petição de princípio, pelo que impertinente para o propósito deste voto.

60. Porém, os diversos exemplos citados evidenciam que a lei é, *no mínimo* naquilo que não se refere a ações de responsabilidade, minudente e precisa sobre atribuir competências sem ressalvas, ou com expressa menção aos limites e condições nos próprios dispositivos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

61. Nesse sentido, seria contrário ao *sistema* da lei – na acepção de sua técnica legislativa cuidadosa ao tratar das competências e atribuições – entender que o §1º do art. 246 constitui uma exceção particularíssima em que o texto não faz ressalvas à competência, e ainda assim a norma que dele se extrai contém ressalva, obtida neste único caso por analogia a outro dispositivo. Sob essa ótica, esta seria uma leitura dissonante, incompatível com a harmonia que caracteriza o que se busca na interpretação sistemática.

II.I.III. Inconsistências sistemáticas da exigência de prévia assembleia.

62. Ainda numa leitura sistemática, também podemos perceber que os artigos 159 e 246 contêm algumas regras semelhantes para as ações de responsabilidade e outras distintas. Em ambos os casos, a ação pode ser proposta por acionistas detentores de um percentual mínimo (de cinco por cento para as companhias fechadas e até esse limite para as abertas, nos termos da regulamentação da CVM). Porém, na ação contra o administrador, essa legitimidade é textualmente condicionada à deliberação da assembleia por não promover a ação (art. 159, §4º). Por contraste, numa marcante diferença, a ação contra o controlador tem a previsão de vultoso incentivo para quem promove a ação e desincentivo a quem lhe deu causa, num total de 25% adicionais sobre o valor da indenização, formalmente divididos entre 20% de honorários⁵ e 5% de “prêmio ao autor da ação”.

63. O artigo 159 nada fala sobre honorários ou prêmio ao autor. Se os artigos se complementam, devendo o regime da ação contra controladores ser completado pelo regime da ação contra administradores naquilo que o primeiro silencia e o segundo se manifesta, plausível seria concluir que cabem os mesmos incentivos a quem promove, em legitimação extraordinária, a ação derivada do art. 159. Os honorários não estariam sujeitos à disciplina geral do Código de Processo Civil, e seriam previamente estipulados em 20%; além disso, os cinco por cento também seriam devidos ao acionista. Lógica

⁵ A destinação dos honorários de sucumbência aos advogados no direito brasileiro é bem mais jovem que a Lei das S.A., tendo vindo à lei com o Estatuto da Advocacia em 1994 e cristalizada no CPC atual só em 2015. Na edição da LSA, em 1976, vigia o art. 20 do CPC de 1973, que dizia que a “sentença condenará o vencido a pagar **ao vencedor** as despesas que antecipou e **os honorários advocatícios**” (e na exposição de motivos, esclarecia: “o vencido responde por custas honorários advocatícios **em benefício do vencedor**”). Ou seja, aparentemente o incentivo fora pensado todo para o acionista: 5% de prêmio e 20% de honorários, donde poderia negociar com seus advogados qualquer repartição (o que, é claro, hoje não só é possível como também usual, apenas partindo-se de uma distribuição inicial invertida).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

econômica não falta: é positivo haver desincentivos à violação dos deveres fiduciários, assim como incentivos à recuperação de riqueza para a companhia, e essa lógica torna tal leitura *teleologicamente* compatível com o restante da lei, já que um de seus objetivos é, por óbvio, assegurar o cumprimento dos deveres e premiar quem o faz em nome da coletividade (objetivo ostensivamente perseguido com honorários e prêmio do art. 246).

64. Faltam, porém, na doutrina e na jurisprudência, exemplos de quem tenha em algum momento sustentado ou decidido que tais regras seriam aplicáveis, e em nada me parece incoerente com o instituto da ação derivada contra os administradores que na lei se quisesse estipular um incentivo a quem atuasse para trazer de volta valores para a companhia. O silêncio, neste caso, parece não ser considerado lacuna merecedora de integração, indicando que as normas que tratam dessa matéria na Lei das S.A. devem ser lidas literal e autonomamente.

65. Mas sigamos, para efeito de raciocínio, na hipótese de que deve haver integração. Se o art. 246 deve ser integrado com normas do art. 159, a recíproca também deveria ser verdadeira – pois a justificativa para a integração é a conferência de maior harmonia entre os institutos. Daí, começam a aparecer dificuldades não só práticas como também conceituais: como adaptar para a ação contra o controlador a dinâmica prevista para a deliberação prévia expressamente exigida na ação contra o administrador? Começamos pelo instituto do afastamento do réu, quando é a assembleia que delibera propor a ação. Isto não teria paralelo factível contra o controlador⁶. Daí, já se tem um ponto contrário à interpretação de que os regimes dividem as mesmas regras, pois para que este fosse o sistema legal, seria necessário que esta distinção estivesse clara.

66. Em seguida, passemos à questão delicada do voto do controlador nessa assembleia: embora no caso dos autos não tenha havido o voto dos controladores, isto se deu por cumprimento de decisão judicial, e trata-se aqui não especificamente do caso concreto e sim da interpretação do sentido da lei, que não se pode vincular a uma circunstância particular. A celeuma das interpretações sobre o conflito de interesses seria

⁶ É até possível o exercício mental de supor, como algo de certo modo análogo ao afastamento do administrador, consequências para o controlador como suspensão do direito de voto, ou geral ou para algumas matérias. Por óbvio que uma tal regra seria impraticável, sujeitando os direitos patrimoniais de uns ao puro arbítrio de outros, a chamada condição potestativa pura, que o direito não admite.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

inevitável. O controlador vota? Para quem se filia às correntes do dito conflito formal, a questão talvez seja simples: não vota. Para quem o conflito deve ser analisado da substância da deliberação, já é mais complexo. Parece mais intuitivo a princípio supor que não *deveria* votar, seja pela ótica do princípio de que ninguém deve ser juiz de si mesmo, seja pela ótica econômica de que o ganho da companhia representa perda para o controlador⁷, i.e., seria um jogo de soma zero, diferentemente dos casos em que o controlador pode votar mesmo com interesses concorrentes e, portanto, potencialmente conflitantes, que são aqueles em que ambos os lados da transação podem ganhar (soma positiva). Os casos de soma zero são os em que a lei expressamente (e sem divergências interpretativas) impede o voto: laudo de avaliação de bens e aprovação de contas. Se não pode votar nem na aprovação de contas como administrador, é possível entender que também não poderia votar na deliberação sobre propositura de ação contra si, o que no caso do administrador está intimamente ligado exatamente à aprovação de contas⁸.

67. Porém, a lei não fala nessa matéria como hipótese de vedação. E o controlador poderia perfeitamente defender que sua vontade de não propor a ação está coerente com o interesse social: se ele legitimamente acredita na improcedência da ação, estaria poupando a companhia de uma deliberação que *ex ante* é prejudicial à comunhão de interesses, pois esta além de não receber indenização, incorreria nos custos diretos com advogados e árbitros ou judiciário, custos de oportunidade dos funcionários que lidariam com o processo, e evidentemente a condenação em sucumbência. Paradoxalmente, a análise substancial do conflito nesse voto dependeria de que fosse julgado praticamente o mérito da ação indenizatória, o que seria feito, na prática, na ação derivada – afinal, sob uma regra de necessidade de assembleia prévia, se o controlador votar contra a propositura da ação, surge a legitimidade extraordinária (assim como funciona, sem discussões, no art. 159)⁹. Por esse vetor, percebe-se razoável a regra de que o voto do

⁷ Claro que se trata aqui de perda não *enquanto acionista*, mas enquanto contraparte. Como acionista, existe o ganho proporcional a sua participação (enquanto a perda como contraparte é integral).

⁸ Trata-se de linha argumentativa que fez prevalecer, no Colegiado desta CVM, o entendimento de que o administrador acionista estaria impedido de votar na deliberação que decide sobre a propositura de ação de responsabilidade contra si (caso Forjas Taurus, RJ. E esse impedimento (do administrador, não do acionista) é uma regra que existe em alguns ordenamentos jurídicos, como Portugal e Itália. Registro, por clareza, minha discordância desse entendimento na lei brasileira, em suma porque a negativa não impede a ação de ser proposta; mas é uma construção coesa e, como a realidade mostra, tão plausível que divide opiniões e ainda não foi – e talvez nem venha a ser – revista nesta Autarquia.

⁹ Outro paradoxo, este já mais acadêmico, seria o seguinte: tendo altíssima convicção de que a ação seria julgada improcedente, o voto do controlador por sua propositura, apesar de aparentemente em favor do interesse social, poderia ser considerado abusivo, por buscar ganhos para si (e.g., como cessionário de futuros honorários de sucumbência) em direto prejuízo da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

controlador seria em princípio permitido (à luz do que consta da lei¹⁰). Ou seja: extrair do art. 246, §1º, a necessidade de prévia deliberação da assembleia torna ainda mais complexo um debate sobre um tema em que a lei é sujeita a divergências há muito mais tempo. E tornar a lei menos clara é o oposto do que se busca na hermenêutica.

68. Ainda sobre o voto dos controladores em tal assembleia, é de se notar que o E. STJ tratou especificamente do argumento apresentado pela ora Recorrente/Consultante de que a ação do art. 246 prescindiria de autorização assemblear para evitar que os controladores pudessem interferir na votação e impedir a proposição de medidas contra si. A argumentação com que a Corte Superior o rejeitou baseou-se na ideia de que esse conflito não seria um obstáculo, pois no caso dos autos a assembleia foi decidida só pelos minoritários – sem o voto potencialmente conflitante dos controladores, portanto¹¹.

69. Ocorre que isto não pode ser extrapolado como regra geral. Não houve o voto dos controladores em função da decisão num processo arbitral, cujo teor não foi trazido a estes autos e que levou mais de três anos. É uma interpretação inconsistente pressupor que para uma norma legal fazer sentido é necessário haver litígio com um resultado específico, sem que nada disto esteja previsto na norma. O art. 159 não diz que há impedimento de voto para quem é acionista e administrador; e o art. 115 não diz que o acionista não pode votar em deliberação que tenha por objeto propor ação contra si. Assim, no entendimento manifestado nesse ponto do R. Acórdão, não haveria conflito potencial de interesses a justificar a opção legislativa de dispensar a assembleia, porque algum minoritário (sempre?) entraria em juízo para impedir o voto do controlador e obteria (sempre?) a decisão do impedimento do controlador. E se não houver tal impedimento de voto? Sob a ótica da vasta maioria da doutrina e da maioria deste Colegiado, a análise do conflito deve ser não apenas da substância da deliberação, como também *posterior* a ela¹², de modo que é perfeitamente possível que não haja

¹⁰ Ressalto ser esta minha opinião jurídica sobre o que a lei diz, não necessariamente sobre o que *deveria* dizer.

¹¹ Disse a Corte: *“O fundamento do argumento – possibilidade de conflito de interesses (...) – (...) mostra-se absolutamente insubsistente, pois, como visto, o BNDES (...) já havia exercido o direito de convocar a [AGE] para deliberar sobre as medidas a serem tomadas contra os administradores e controladores, valendo-se, inclusive, de medidas (...) para obstar a participação dos controladores, o que efetivamente ocorreu.*

¹² Registro que minha posição neste ponto diverge em parte do da maioria do Colegiado, pois apesar de concordar que só se pode dizer que há conflito pela análise da substância/matéria, e não pela mera pluralidade de interesses em potencial rota de conflito, entendo ser possível, pela lei, que a demonstração substancial se dê *antes* da deliberação, a ponto de impedir o voto quando materialmente conflitante (cf. minhas manifestações nos PAS 19957.003175/2020-50 e 19957.004392/2020-67). Numa matéria como a propositura de ação, porém, isto não representaria diferença na conclusão, conforme exposto no §67.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

impedimento. Nesse caso, não haveria a razão pela qual o E. STJ rejeitou a interpretação de que a Lei das S.A. fez a opção por desnecessidade de assembleia por presumir que, se fosse realizada, os votos dos controladores sempre a rejeitariam. Resultado: mais obscuridade e insegurança do sentido da lei.

70. Outra dúvida adviria da legitimidade prevista no §1º do art. 246, “b”): para que qualquer acionista pudesse propor a ação, mediante caução dos possíveis honorários de sucumbência, seria necessário que a deliberação da assembleia fosse pela propositura da ação? Talvez sim, talvez não. Em ambos os casos, seria possível fazer a pergunta: seria necessário o transcurso de três meses para surgir tal legitimação? Afinal, o texto do §3º do art. 159 fala apenas da “deliberação”, sem a qualificar. Na mão inversa, o art. 159 nada diz sobre caução, seja no §3º, seja no §4º. Mas se o silêncio sobre algum elemento em uma ação derivada deve ser integrado pelo que dizem os dispositivos da outra ação derivada, seria possível concluir que também é preciso depositar caução para ingressar com a ação do art. 159.

71. Como visto nos §§ precedentes, são tão sérias as dificuldades de interpretação e aplicação, que se torna mais factível seguir pela interpretação de que o silêncio não significa, nas hipóteses em análise, uma omissão a ser integrada, mas sim que a falta de previsão significa a inexistência da exigência não prevista. Do contrário, não se tem uma interpretação coerente de mútua integração dos regimes. Incoerência não é, ou ao menos não deve ser, um atributo da hermenêutica jurídica.

II.IV. Interpretação restritiva de direitos: ambiguidade. Teoria da negociação ideal: possibilidade diante dos limites legais.

72. Como se sabe, a inexistência de prova não equivale à prova de inexistência. Inexistência de previsão (da necessidade de deliberação prévia), da mesma forma, não necessariamente significa o mesmo que haver previsão da inexistência, ao menos *linguisticamente*. Porém, *juridicamente* não é a mesma coisa. O direito tem seus métodos próprios para a atribuição de significados aos enunciados, que vão além da literalidade e constituem exatamente a técnica do jurista de *pressupor* uma coerência sistêmica interligando as diversas normas individuais para daí lê-las de modo a tentar respeitar ao



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

máximo tal pressuposição. Dessa pressuposição de (e busca por) coerência surgem os critérios de especificidade, temporalidade, hierarquia, mais óbvios, mas também diretrizes hermenêuticas como a que determina que qualquer norma que limite ou restrinja direitos deve ser interpretada restritivamente.

73. Se a lei assegura um direito sem condicionantes, e sua aplicação literal não causa absurdos, impedir seu exercício contrariaria até mesmo o princípio da legalidade: ninguém pode ser impedido de fazer algo senão em virtude de lei. Ainda se pode, é verdade, objetar que em sede do fenômeno jurídico-econômico de uma companhia, como um complexo de obrigações e direitos entre os participantes, não é sempre simples distinguir uma restrição de uma expansão de direito, já que a cada um corresponde uma obrigação. Nesta hipótese, ao direito de propor ação corresponde a obrigação de respondê-la; a obrigação de realizar uma assembleia prévia é também o direito da coletividade de acionistas de se manifestar sobre a matéria. Ampliar o direito dos minoritários a propor a ação significaria ampliar a obrigação do controlador de sujeitar-se a ela, e mesmo restringir o direito dos *demais* minoritários de se manifestar sobre a matéria e, eventualmente, preferir que fosse a companhia a propor a ação. Em tese, seria possível que (numa lei diferente) a ação contra administradores previsse que qualquer acionista pode propô-la, sendo (para efeito de raciocínio) particularmente obscura quanto a ser ou não necessária assembleia prévia. Interpretar por analogia que há necessidade desta implicaria restrição de um direito? Sim, o direito do acionista individual de propor a ação. Mas interpretar que não há tal necessidade implicaria a restrição do direito dos outros acionistas de optarem por propô-la coletivamente, por meio da companhia.

74. Em princípio, portanto, a neutralidade do julgador perante os diferentes polos de interesse em disputa determina que a mera interpretação restritiva de normas que restringem direitos não faz a leitura pender para um ou para outro lado nessa questão. Ela sugere, portanto, que não se deveria afastar da literalidade do que é previsto, até porque não me parece ser possível dizer, como no exemplo hipotético sugerido no parágrafo anterior, que haveria uma obscuridade. Apesar de que a lei poderia ter sido expressa quanto a não ser necessária prévia deliberação, lê-la nesse sentido é simples, direto e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

factível, além de coerente com a técnica legislativa empregada em seus diversos dispositivos que tratam de competência.

75. Há, ademais, outro importante vetor interpretativo a ser levado em conta. Como a companhia implica a existência de uma relação jurídica entre os seus diferentes constituintes, voluntária e de direito privado (contrato de sociedade, nos termos do art. 981, CC), são aplicáveis às normas que dispõem sobre direitos e obrigações entre estes os critérios de interpretação dos negócios jurídicos privados. A busca do sentido das normas para o mais próximo do que as partes teriam deliberado, se houvessem disposto especificamente sobre o tema, é um desses critérios (CC, art. 113, §2º, V). Entendo que também seja diretamente compatível com o mandato legal desta CVM, na medida em que a eficiência do mercado de capitais está expressa na Lei 6.385/76 como objetivo da atuação da autarquia (art. 4º, II e III), e como por (básica) definição em economia acordos voluntários promovem eficiência (ganhos recíprocos sem perdas para terceiros), aproximar as normas destes também o faz.

76. Pois bem. Ao se buscar uma leitura do que tenderiam e poderiam dispor as partes sobre a matéria em questão, ainda sob a hipótese de que há uma omissão a ser integrada, nota-se que há um balizador na própria lei societária, impedindo a livre disposição neste ponto. No art. 109, §2º, diz-se que nem o estatuto nem a assembleia podem elidir os “meios, processos ou ações” conferidos pela lei ao acionista para assegurar seus direitos. Ora, se nem os próprios acionistas podem reduzir esses direitos, tampouco o poderia o intérprete que, ao buscar a norma jurídica vigente, perquire qual seria o teor do hipotético acordo no caso concreto que mais aproximaria a regra da eficiência econômica, pois a lei tem tal restrição de maneira taxativa.

77. Assim, sob esse prisma da interpretação fundada no núcleo mais profundo dos interesses envolvidos, i.e., o acordo privado mais provável e possível nas circunstâncias, nota-se um efeito interessante do §2º do art. 109. Como ele estabelece limites aos acordos privados sobre essa matéria, na sistematicidade da lei esse efeito é o de determinar que eventuais dúvidas sobre a interpretação de questões relativas a instrumentos assecuratórios de direitos de acionistas sejam guiadas por prevalência à facilitação do uso



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

desses instrumentos. Afinal, ler em sentido oposto (dificultando seu uso) seria equivalente a supor que o acordo mais eficiente a que as partes teriam chegado *ex ante* é um acordo taxativamente reputado nulo. Isto não poderia constituir, certamente, uma interpretação juridicamente sustentável perante o direito vigente. Se as próprias partes não poderiam chegar a esse acordo, tampouco o pode o julgador que busca encontrar a norma ideal a que elas teriam chegado se a tivessem negociado previamente.

78. Vale notar que, ainda que se possa entender, seja nesta, seja noutras questões que envolvam instrumentos assecuratórios de direitos, que determinada regra pudesse ser teoricamente mais desejável de um ponto de vista estritamente de eficiência econômica, certos limites dependeriam de mudança legislativa para serem ultrapassados. Nesta questão, especificamente, não penso que haveria maior eficiência em exigir prévia assembleia; mas prever que em caso de insucesso o autor da ação deva pagar sucumbência proporcional ao ganho que teria direta e indiretamente se prevalecesse, por exemplo, seria uma regra de *aumento* da eficiência econômica (ao desestimular ações frágeis e oportunistas). Da mesma forma, entendo que a necessidade de requisição ao conselho de administração como regra geral poderia permitir uma decisão mais informada, tanto da companhia quanto dos candidatos ao polo ativo da eventual ação derivada. No entanto, seria difícil sustentar que tais acordos têm compatibilidade com o §2º do art. 109. Estes seriam exemplos de regras com possíveis ganhos de eficiência, porém, atualmente impraticáveis sob a lei brasileira.

79. O ponto aqui é o seguinte: ainda que alguém sustente que seria economicamente mais eficiente exigir prévia assembleia para propositura da ação do art. 246, isto não basta para determinar que este é o sentido da lei vigente, dados os limites nela presentes.

80. Pelas razões acima, também me parece perfeitamente legítimo sustentar que há uma interpretação sistemática no sentido de que não é necessária deliberação prévia da assembleia-geral para que os acionistas referidos no §1º do art. 246 tenham direito de ingressar com a ação, em nome da companhia, contra o controlador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II.I.V. Opiniões de pareceristas.

81. Em suporte aos argumentos que indicam ser mais precisa a conclusão de que não é necessária prévia assembleia para a propositura da ação derivada contra acionistas controladores, transcrevo alguns trechos da lavra de juristas de notório saber societário e processual (grifos não originais):

i) NELSON EIZIRIK:

*A possibilidade de os acionistas proporem a ação de responsabilidade contra o acionista controlador, atuando como legitimados extraordinários da companhia, **independe de prévia deliberação assemblear**. Tal se justifica pela circunstância de o acionista controlador ser, por definição, aquele que “é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral” (artigo 116, alínea “a”, da Lei das S.A.).*

Em razão disso, o legislador partiu “da realista suposição de que o controlador não buscará a sua própria condenação” e, assim, não “deixou espaço para questionamentos quanto a um eventual impedimento de voto do controlador e simplesmente tornou a propositura independente de prévia deliberação” [trechos aspeados oriundos do artigo Aspectos Processuais da Ação de Resp. do Contr. movida por Acionista Tit. de Menos de 5% do Cap. Soc., de G. BUSCHINELLI e R. BRESCIANI, in Processo Societário, coord. por F. YARSELL e G. SETOGUTI].

ii) FREDIE DIDIER, JR.:

Porém, como já dito, o legislador presumiu que, na prática, os diretores podem ser orientados pelo acionista controlador para não provocarem a abertura da jurisdição (estatal ou arbitral) contra ele. Para superar este entrave, a lei conferiu ao acionista minoritário da companhia controlada legitimidade para, sem precisar submeter a questão à deliberação em assembleia geral, propor a ação ressarcitória de todos os danos causados pelo exercício abusivo do poder de controle (art. 246 da Lei 6.404/1976).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

82. Os trechos acima constam destes autos, dos pareceres elaborados pelos respectivos juristas e juntados pela Companhia (doc. 1640829). No mesmo sentido, parecer do Prof. MARCELO ADAMEK, este juntado pelo Fundo SPS: como suporte à afirmação de que *“a legitimação extraordinária dos acionistas não pressupõe nenhuma deliberação prévia da assembleia geral, ao contrário do que expressamente se prevê para a ação contra o controlador”*, o ilustre parecerista inclui extensa referência doutrinária¹³, inclusive obra própria com o Prof. ERASMO VALLADÃO em que afirmam ser esse *“o entendimento prevalente na doutrina e na jurisprudência, e que foi consagrado na ‘III Jornada de Direito Comercial’ promovida pelo CEJ/CJF: ‘Enunciado nº 88: A ação de responsabilidade contra controlador ou sociedade controladora não pressupõe a prévia deliberação assemblear’.”*

II.I.VI. Perspectiva histórica.

83. As numerosas referências doutrinárias, praticamente uníssonas quanto à desnecessidade de prévia deliberação assemblear, são também alinhadas com um elemento de interpretação histórica: no regime anterior ao da Lei das S.A., só havia previsão da ação derivada contra os administradores (art. 123 do DL 2.627/40¹⁴), já com a clareza de se condicionar a legitimidade do acionista à omissão da companhia por determinado prazo após a realização da assembleia ordinária, porém sem especificar questões como diferenças entre a rejeição da matéria e sua aprovação, e autorizando qualquer acionista a fazê-lo – sem percentual mínimo e sem caução.

¹³ Que aqui se reproduz: “ERASMO VALLADÃO A. E N. FRANÇA e MARCELO VIEIRA VON ADAMEK, *Notas à ação de responsabilidade civil contra acionista controlador, cit., pp. 425-426*). Cf. ainda: MARCELO VIEIRA VON ADAMEK, *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas, 1a ed. – 2a tir. SP: Saraiva, 2010, nº 7.6, p. 408*; DANIEL DE AVILA VIO, *Grupos societários, SP: Quartier Latin, 2016, nº 6.3.1, p. 281*; EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro, SP: Bushatsky, 1979, vol. 2, § 44, nº 245, p. 711*; GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA, ‘Enforcement’ e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais, SP: Quartier Latin, 2018, nº 12.1, p. 79; MODESTO CARVALHOSA, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, vol. 4 – tomo 2, 4a ed. SP: Saraiva, 2011, p. 71*; NELSON EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada, vol. 4, 2ª ed. SP: Quartier Latin, 2015, p. 261*; e SÉRGIO CAMPINHO, *Curso de sociedade anônima, RJ: Renovar, 2015, nº 19, p. 493”*.

¹⁴ Art. 123. *Compete à sociedade a ação de responsabilidade civil contra os diretores pelos prejuízos diretamente causados ao seu patrimônio, mas, se, não a propuzer, dentro de seis meses, a contar da primeira assembleia geral ordinária, qualquer acionista poderá promovê-la. Os resultados da ação da responsabilidade civil beneficiarão o patrimônio social, devendo a sociedade indenizar o acionista das respectivas despesas.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

84. Quando a lei de 1976 é editada, tem o cuidado de esmiuçar todos esses pontos ao regular a ação contra administradores: assembleia sem especificação de ordinária ou extraordinária, consequências da aprovação ou rejeição, e a introdução de percentual mínimo de participação em caso de rejeição – uma clara limitação à anterior legitimidade extraordinária que cabia a qualquer acionista. Ou seja: apesar do caráter *geral* de maior proteção aos minoritários, nem tudo foi ampliação dos direitos destes. Cuidados foram tomados para evitar comportamento abusivo pela minoria (bem em linha com o que acontecia em diversas outras jurisdições à época, após algumas décadas de crescimento do uso do instrumento, percebido como excessivo, pela frequência de oportunismo¹⁵) A lei tem também o cuidado de introduzir a ação derivada contra acionistas controladores, novamente com a preocupação de criar um regime equilibrado contra o abuso do instrumento. Embora os incentivos se sobressaíam, pela obviedade da diferença entre o mero ressarcimento da ação contra administradores (em continuidade ao regime do DL 2.627/40), os autores do anteprojeto introduziram como novidade na lei o importante contrapeso financeiro para que não fosse qualquer um a poder propor a ação, como uma aposta sem possibilidade de consequências negativas: ou se tem uma participação mínima (que atinge valores elevadíssimos) ou se deposita a caução dos honorários.

85. Diante de tanto cuidado com equilíbrio entre incentivos e freios, não é realista apoiar-se na premissa de que algo tão relevante quanto ter ou não de submeter a questão a uma assembleia tivesse sido simplesmente deixado de lado. Isto não significa atribuir uma suposta perfeição sistêmica da lei, que nessa matéria deixou espaços para diversas discussões e mereceria aprimoramentos (exemplo simples é a referência apenas a “sociedade controladora” no art. 246, ao que já se consolidou a interpretação ampliativa para alcançar pessoas naturais). Mas algo tão central quanto necessidade ou não de um procedimento tão marcante quanto uma assembleia, e ainda mais sem regulamentação clara do direito a voto do potencial réu, simplesmente não teria como ter sido objeto de desatenção no contexto de elaboração e discussão da lei. Ainda mais, considerando o contraste da mudança legislativa, em que se sai de um regime de irrestrita legitimidade extraordinária, condicionada à assembleia e voltada apenas a administradores, para outro com restrições estreitas a quem

¹⁵ SCARLETT, ANN. M. *Shareholder Derivative Litigation's Historical and Normative Foundations*, 61 Buff. L. Rev. 837, 2013. Disponível em digitalcommons.law.buffalo.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4529&context=buffalolawreview. Acesso em 29/12/2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pode substituir a companhia, seja contra administradores ou controladores, e incentivos e condições específicas para a pretensão contra controladores.

86. Se não é razoável presumir desatenção do legislador, a redação do dispositivo é mais adequadamente lida como completa, e mais em linha com a forma em que todos os demais dispositivos da lei são redigidos, de modo que a ausência de menção à assembleia efetivamente significa que ela não é necessária.

II.I.VII. Consequências práticas; custos e incentivos; referência a direito comparado.

87. Em cumprimento ao art. 20 da Lei de Introdução, oportuno traçar comentários sobre a abordagem consequentialista relativa às diferentes interpretações da matéria. O parecer de lavra do Prof. Dr. FABIO MEDINA OSÓRIO apresenta cuidadosa argumentação no sentido de que o art. 246 §1º lido sem exigência de prévia assembleia seria deletério para o mercado de capitais, por estimular ações abusivas, resumida na seguinte passagem:

[As] consequências econômicas e sociais de uma resposta na linha hermenêutica proposta na consulta formulada pelo Fundo SPS ao Colegiado da CVM traduziriam atribuição aos acionistas minoritários de pretensa legitimação extraordinária incondicional (...) que, na prática, passaria a ser usada indiscriminadamente, como um instrumento coercitivo desproporcional de promoção de ações de responsabilidade civil às custas da companhia contra seus administradores, controladores ou não (...). Tal espécie de subversão atingiria os interesses sociais da empresa e suas finalidades econômicas e institucionais.

88. A preocupação é pertinente. É desejável para o bom desenvolvimento do mercado de capitais que o direito societário desestimule medidas oportunistas, que buscam ganho particular sem qualquer resultado positivo para a coletividade dos investidores – pelo contrário, em última análise com perdas a estes (no mínimo pelos diversos custos diretos e indiretos que tais medidas trazem para a companhia).

89. Assim, os incentivos e consequências são relevantes e devem ser sempre levados em conta, por dicção legal expressa (Lei de Introdução) e implícita (Lei 6.385/76, cf. §37 acima). Trata-se de leitura importante, pois em geral é enfatizado pela doutrina



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que a lei teve a preocupação de incentivar a *propositura* dessa ação, o que explica os honorários e o prêmio no total de 25% a serem recebidos por quem promove a demanda, e é compatível com a concepção de um modelo que prescinde de assembleia.

90. Com efeito, e a meu ver por razões bastante alinhadas com as apontadas pelo ilustre parecerista, poderia sim fazer sentido econômico a exigência de alguma provocação à companhia para que ela mova a ação, como condição para que surja a legitimação extraordinária. Tanto assim, que em diversas jurisdições com mercados de capitais bem desenvolvidos (e onde, portanto, podemos presumir que o ordenamento jurídico não é economicamente irracional), é preciso que haja a tentativa de fazer a companhia entrar com a ação, antes de a ação derivada poder ser intentada – especialmente porque em geral não se distingue o procedimento entre ações contra administradores e ações contra controladores¹⁶.

91. No direito societário americano, por exemplo, a regra geral¹⁷ é a de a possibilidade de propositura de ação derivada ser condicionada à tentativa de fazer com que a companhia a proponha diretamente (“*demand requirement*”), mas na maioria das jurisdições estaduais (e numa maioria ainda maior das companhias abertas, pois Delaware está nessa maioria) isso não significa ter de envolver a assembleia, e sim o conselho de administração. Ocorre que por lá o proponente da ação derivada pode na prática propô-la diretamente (e em geral o faz), alegando a exceção da provável inutilidade da requisição ao conselho (“*futility exception*”). Para obter essa dispensa de requerimento ao conselho, no exemplo de Delaware (e de tantos estados que reproduzem seu direito), o candidato a autor de ação derivada tradicionalmente precisaria demonstrar que essa requisição seria infrutífera, ou por conflitos evidentes de interesse daqueles a quem ela seria dirigida ou por evidência suficiente para gerar dúvida de que a transação questionada foi fruto de uma legítima

¹⁶ Como material de referência sobre principais jurisdições, indica-se a publicação que resultou do trabalho conjunto da OCDE, CVM e Ministério da Fazenda/Economia, de 2017 a 2020: OCDE *Private Enforcement of Shareholder Rights A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil*. (2020). Disponível em www.oecd.org/corporate/Shareholder-Rights-Brazil.pdf. Trecho sobre diferentes regimes e exigências, págs. 23-33.

¹⁷ *Federal Rules of Civil Procedure, 23.1(b)(3): PLEADING REQUIREMENTS. The complaint must be verified and must: (3) state with particularity: (A) any effort by the plaintiff to obtain the desired action from the directors or comparable authority and, if necessary, from the shareholders or members; and (B) the reasons for not obtaining the action or not making the effort. MBCA §7.42. Demand No shareholder may commence a derivative proceeding until (i) a written demand has been made upon the corporation to take suitable action and (ii) 90 days have expired from the date delivery of the demand was made unless the shareholder has earlier been notified that the demand has been rejected by the corporation or unless irreparable injury to the corporation would result by waiting for the expiration of the 90-day period.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

decisão negocial¹⁸. Por outro lado, apesar de a requisição poder ser dispensada, há mecanismos voltados a evitar causas oportunistas que não existem na lei brasileira, em que para poder exercer a legitimação extraordinária o autor precisa demonstrar em juízo que seu pleito tem razoabilidade e indícios robustos de ser meritório¹⁹.

92. A lógica com base na qual a dispensa de requisição ao conselho é outorgada caso a caso pelas cortes de estados como Delaware é semelhante àquela que os juristas brasileiros historicamente vinham apontando, desde 1976²⁰, como razão para a dispensa do requisito de assembleia prévia na ação do art. 246: a presunção de que o controlador faria a assembleia rejeitar a requisição (potencial conflito de interesses, um dos requisitos da exceção por *futility*). Além disso, a responsabilidade do art. 246 sempre pressupõe ausência de legítima decisão negocial (segundo requisito da exceção). Isto, porque essa responsabilidade decorre de infração ao *dever de lealdade*, que já afasta por definição a ideia de legítima decisão negocial: o dever de lealdade é atribuído ao controlador nos artigos 116 e 117 - o parágrafo único do art. 116 é expresso ao dizer que o controlador deve *lealmente* respeitar e atender os direitos e interesses dos demais acionistas, e o art. 117 prevê exemplos de abusos que sempre pressupõem, explícita ou implicitamente, a intenção de obter benefícios em detrimento da companhia (o que também afasta, por definição, a ideia de legítima decisão negocial).

93. A diferença é que na lei brasileira, para quem interpreta ser completo o sentido do art. 246, §1º, a dispensa do requisito de demandar previamente à companhia que ingresse contra o controlador é geral. Ela considera como *presunção absoluta* a presença dos requisitos que em jurisdições como Delaware são verificados apenas no caso concreto – lembremos que não se faz uma distinção categórica por lá entre ações derivadas contra administradores ou contra controladores. Assim, é possível perceber uma proximidade conceitual entre os diferentes sistemas jurídicos, em que a exigência para que o

¹⁸ Trata-se de resumida simplificação dos testes de *Aronson e Rales*, denominados a partir dos precedentes que os instituíram, respectivamente *Aronson v. Lewis* (1984) e *Rales v. Blasband* (1993). Recentemente os critérios foram ressystematizados para o teste de *Zuckerberg*, a partir do precedente *United Food and Commercial Workers v. Zuckerberg et al.* (2021).

¹⁹ [M]any jurisdictions have created a pre-trial or first stage procedure to decide about the admission of a derivative suit. (...) Pre-trial procedures serve the important function in screening out non-meritorious lawsuits and plaintiffs. In the United States, this is particularly significant because only after a derivative suit has passed the "demand" stage, plaintiffs will be granted discovery (...). Because plaintiffs rarely make demand and normally go to court claiming demand *futility* (...), the decision to admit the suit lies essentially with the court. OCDE, *op. cit.* pág. 35.

²⁰ Para contextualização, quando da elaboração do anteprojeto da Lei das S.A. era mais comum o envolvimento da assembleia; Delaware, por exemplo, deixara de exigir demanda aos acionistas em 1968 (OCDE, *op. cit.*, pág. 29).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

minoritário tente fazer a companhia processar o réu, antes de poder atuar por ela em juízo, tende a ser ligada às perspectivas realistas de o processo decisório poder resultar na atuação da companhia; se não há tais perspectivas, seja por verificação no caso concreto (EUA), seja por presunção legal (Brasil), atribui-se ao acionista diretamente a legitimidade extraordinária para propositura da ação derivada.

94. Também relevante, pela maior proximidade com a realidade brasileira e com o escopo da discussão, é a exigência de demanda aos acionistas, e não ao conselho de administração. Como afirmei mais acima (§91), diversos estados americanos ainda têm tal exigência, assim como a prevista expressamente no art. 159 da lei brasileira (e ausente ou implicitamente prevista no art. 246, conforme ora se debate). Quando há essa exigência, ela não é absoluta e pode, como aquela dirigida ao conselho, ser dispensada mediante o preenchimento de certos requisitos. É interessante notar que esses requisitos se aproximam ainda mais claramente da situação geral a que o art. 246 se refere, isto é, responsabilização do controlador, do que a proximidade da dispensa da *demand requirement* quando dirigida ao conselho:

Quando a maioria de acionistas é composta pelos supostos perpetradores do abuso e a demanda seria então um pedido para que esses acionistas processassem a si mesmo, a exigência de apresentar demanda [aos acionistas] tem sido dispensada. Do mesmo modo, essa demanda não tem sido exigida quando os supostos perpetradores do abuso têm efetivo controle da companhia por força de sua participação acionária.²¹

95. O ponto que quero fazer, aqui, é que tomada em abstrato – e à luz de outros ordenamentos – não parece despropositada a regra de se exigir que o acionista individual provoque a companhia para que “ela” – seja pelo conselho, seja diretamente pelos demais acionistas – decida se exercerá ou não sua legitimidade ordinária. Infinitas formas são

²¹ Tradução livre do original em inglês: *When a majority of the shareholders are the alleged wrongdoers and the demand would therefore be a request that these shareholders sue themselves, a failure to make demand has been excused.” Similarly, demand has not been required when the alleged wrongdoers have working control of the corporation by virtue of their stock ownership.* FISCHER, Daniel R. *The Demand and Standing Requirements in Stockholder Derivative Lawsuits.* University of Chicago Law Review, vol. 44, pág. 185 (1976). chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6129&context=journal_articles.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

possíveis para se instituir uma regra nesse sentido, e várias efetivamente coexistem no mundo (frequentemente com adaptações legais ou jurisprudenciais para tratar as situações em que se busca indenização de controladores). Essa exigência aumenta o obstáculo inicial para a propositura da ação, sem dúvida. Mas pode reduzir problemas subsequentes, por diferentes mecanismos. Um deles, bastante relevante, é a maior quantidade de informação disponível sobre os fatos objeto da possível disputa: se a administração e controladores apresentarem uma justificativa convincente para não fazer a companhia mover a ação, o candidato a autor da ação derivada pode desistir dela, se perceber que a causa não é tão promissora quanto entendia; se a justificativa não for convincente, há mais informações para se chegar à indenização; se a assembleia é chamada e o controlador não vota, os demais minoritários têm a opção de escolher entre a ação conduzida por um comitê especial, com risco de sucumbência, e a ação derivada conduzida por um grupo de minoritários, presumindo-se que irão escolher a alternativa de melhor relação custo-benefício; se o controlador vota pela não propositura e a causa ainda segue promissora, a ação derivada tem fatos e argumentos adicionais; se vota e a causa não mais parece promissora, deixa de haver uma ação improcedente.

96. Por isso, se a regra no Brasil fosse (ou passasse a ser) a de exigir assembleia prévia para processar acionistas controladores, assim como o é para processar administradores, isto não seria uma extravagância jabuticabesca no direito comparado e não necessariamente fulminaria pretensões ressarcitórias. Há institutos que podem conviver com essa assembleia: por exemplo, o impedimento de voto do controlador contra o qual se pretende propor a medida, que inclusive é utilizado, no caso concreto a que se refere este processo, como evidência de que é possível a companhia deliberar pela propositura, e a formação de comitê especial, formado por membros independentes do conselho de administração, para administrar a ação.

97. Em caso de impedimento de voto do possível réu, há o racional de a maioria dos demais acionistas poder escolher entre, de um lado, o possível bônus da governança que terão, via comitê especial, com o ônus certo de custos fixos do litígio mais o significativo risco de sucumbência, e de outro lado o possível ônus de confiar na condução da ação derivada por um ou mais deles, com o bônus certo de incorrerem (via cofre da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

companhia) em menores custos, especialmente pela eliminação do risco de sucumbência – e com o que pode ser percebido como menor risco de desalinhamento de interesses, na medida em que os minoritários que controlam a ação só podem ter ganhos desde que a companhia os tenha.

98. Assim, as consequências práticas de se julgar que o art. 246, §1º exige prévia assembleia não são, em minha visão, tão claramente previsíveis para concluir que seus efeitos seriam deletérios ao mercado de capitais. De um lado, traria custos adicionais, ao menos inicialmente, para contornar o problema de ação coletiva inerente à situação em que há interesses de uma coletividade – a dos acionistas não controladores – não adequadamente perseguidos por quem os deveria defender (tema a ser aprofundado no segundo item da consulta); isto em si mesmo é indesejável sob o ponto de vista econômico. De outro lado, porém, uma dinâmica em que administradores e controladores tenham que inicialmente se pronunciar sobre a matéria pode reduzir tais custos nos momentos subsequentes da disputa, como acima mencionado (§95).

99. Em suma, ao se exigir prévia manifestação da assembleia para propositura da ação do art. 246, há custos adicionais para romper a inércia, mas prováveis benefícios adicionais decorrentes em última análise da redução de causas infundadas e melhora daquelas promissoras, o que significa menos custos e mais benefícios para as companhias depois de rompida a inércia. Deste modo, não me parece possível prever, com um mínimo de segurança, se as consequências no todo seriam benéficas ou maléficas a ponto de defender, *com base nas prováveis consequências*, uma ou outra regra.

100. Se nenhuma das opções atende mais claramente às finalidades amplas da norma, não se presta esse argumento em favor da interpretação de um ou de outro. Portanto, essa neutralidade indica ser mais adequada a interpretação que, pelas fundamentações jurídicas expostas nesta subseção, considera completa a redação do art. 246, §1º, dispensando a prévia realização de assembleia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II.I.VII. Conclusão sobre o primeiro quesito da Consulta.

101. Feitas as considerações acima, convém notar que a comparação empreendida sobre possíveis consequências se refere a cenários que *partem* do conhecimento dos agentes econômicos sobre o sentido exato da norma. Está-se aqui a falar, portanto, de méritos ou deméritos em tese *a partir* da adoção da regra. Ao se investigar qual a norma aplicável a fatos já ocorridos, um fator extremamente relevante sobre consequências práticas é a *previsibilidade*. A norma mais adequada para reger relações privadas é aquela a que ambos os lados (ou todos eles, em relações plurilaterais) se podem adaptar ao planejar e executar seus atos. Isto é o mínimo do básico no direito, por trás de postulados fundamentais como a proteção constitucional ao ato jurídico perfeito e da função orientativa (ou vinculante, quando é o caso) dos precedentes.

102. Desta forma, entendo que pesa de maneira determinante a favor da interpretação de que o art. 246, §1º dispensa a realização prévia de assembleia o fato de que há quase meio século essa é a regra ensinada nas faculdades, comentada pela doutrina (inclusive juristas de renome nos pareceres trazidos aos autos pela própria companhia), aplicada pela jurisprudência²² e, acima de tudo, usada como premissa no planejamento das condutas dos diversos agentes do mercado de capitais.

²² Sobre jurisprudência, convém notar que o precedente citado pelo STJ no acórdão em que decidiu que seria necessária prévia assembleia (REsp 1.214.497/RJ) **não diz** que o art. 246 deve ser complementado pelo art. 159. Trata-se de lapso compreensível, pelas palavras empregadas neste trecho: “*Aplica-se, por analogia, a norma do art. 159 da Lei n. 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) à ação de responsabilidade civil contra os acionistas controladores da companhia por danos decorrentes de abuso de poder*”. Ocorre que o caso se referia a uma ação proposta por um acionista contra administradores e controladores da companhia, como suposto lesado e destinatário da indenização que pleiteava. O STJ decidiu (corretamente) que essa ação deveria ter sido proposta não pelo acionista diretamente, mas *em nome da companhia*. Como os réus eram administradores e acionistas controladores, o acórdão disse que a ação indenizatória teria que ter respeitado tanto o 159 quanto o 246 – o que também era correto, já que para processar administradores a lei é cristalina sobre a necessidade de assembleia. A mensagem não foi: “na ação derivada do art. 246, aplica-se analogicamente o art. 159”. Ela foi: “na ação contra administradores e controladores, se o dano foi à companhia, esta deve ser a beneficiária e não o acionista que vem a juízo, então se aplicam os artigos 159 e 246”. Ou, nos termos do próprio julgado: “*É parte ilegítima para ajuizar a ação individual o acionista que sofre prejuízos apenas indiretos por atos praticados pelo administrador ou pelos acionistas controladores da sociedade anônima*”. Em nenhuma passagem daquele acórdão se disse que para processar acionistas controladores, em ação derivada, seria preciso deliberação assemblear prévia. Pelo contrário, foi possível identificar apenas uma ocasião em que essa tese foi sustentada no STJ, em voto vencido do Min. **C.A. MENEZES DIREITO**, tendo afirmado que “[se] o interesse é da companhia, ainda que a legitimação seja conferida aos acionistas, o regime é o mesmo do art. 159, isto é, a assembleia geral deve manifestar-se, positiva ou negativamente. (...) O temor do paradigma quanto ao poder de veto do acionista controlador não procede porque a própria lei criou mecanismo próprio para a defesa da companhia por meio de ação solitária do acionista minoritário” (REsp 798.264-SP).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

103. Como exposto acima, alterar a regra de exigência prévia não me parece por si só prejudicial ao objetivo de controlar abuso da maioria (aumenta os custos iniciais, mas pode reduzir os subsequentes, reduzindo abusos da minoria), porém aplicar a processos em curso uma mudança imprevisível no entendimento é equivalente a aplicar uma mudança na legislação processual a atos processuais praticados antes da vigência da nova lei. Se o CPC fosse alterado para prever uma nova condição da ação – e.g. com uma nova condição de surgimento da legitimação extraordinária – ações iniciadas sob a regra antiga não se tornariam objeto de carência.

104. Aplicar leitura – i.e., norma – diversa e inédita a atos praticados sob entendimento vastamente predominante tem seus próprios efeitos econômicos deletérios, de aumentar a incerteza e direcionar investimentos para outros projetos. E aqui me refiro especificamente aos investimentos necessários para que as demandas derivadas possam cumprir sua função de efetivo instrumento de proteção. Além dos riscos de sucumbência, que são mensuráveis pelos investidores e devem fazer parte da decisão, trazer incerteza para o cenário pode sim afetar decisões futuras. Se as regras de ações derivadas forem percebidas como fluidas, e novos entendimentos como aplicáveis a fatos ocorridos, os recursos vultosos que teriam de ser investidos para identificar e construir causas meritórias serão direcionados a projetos de risco-retorno parecido e sujeitos a menos incertezas. Por isso, se há uma leitura da norma que a análise econômica indica como mais eficiente, é a leitura mais facilmente previsível para a tomada de decisões.

105. Por essas razões, voto que a resposta ao Item (i) da Consulta seja de que, na opinião desta Comissão de Valores Mobiliários, **não há necessidade de prévia deliberação da assembleia geral para propositura, por acionista minoritário, de ação de responsabilidade civil em face de acionista controlador por danos causados à companhia controlada.**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II.II. SEGUNDO QUESITO. AÇÃO DA COMPANHIA CONTRA O CONTROLADOR

II.II.I. Apresentação do problema: silêncio na lei societária.

106. Como mencionado no tópico II.I, no segundo quesito a Consulente requer a confirmação por esta Autarquia de que *“a propositura, pela companhia, de ação de responsabilidade contra o seu acionista controlador após a propositura de ação de responsabilidade promovida pelos acionistas minoritários, com base e nos estritos termos do art. 246 da Lei nº 6.404/1976, não acarreta a automática extinção da ação de responsabilidade movida e conduzida pelos minoritários”*.

107. Diferentemente do primeiro quesito da consulta, o segundo traz uma questão sobre a qual a Lei das S.A. indiscutivelmente é silente. A lei só faz referência direta à ação de responsabilidade contra o controlador movida *por acionistas* em nome e em benefício da companhia. Porém, ainda que incomum e pouco provável, claramente é possível (não só em tese, mas também pelo exemplo real que se vê neste caso concreto) que a companhia venha a propor a ação. A lei nem mesmo chega a mencionar essa hipótese, e naturalmente tampouco fala do caso em que, além de a companhia promover a ação diretamente, ela o faz quando já existe em curso outra ação, promovida por acionistas minoritários sob o art. 246, §1º.

108. Não há, portanto, dispositivos na lei societária que regulem a matéria da possível superposição de ações, isto é, medidas que tenham parte ou totalidade de seu objeto em comum. Trata-se de questão de direito processual focada principalmente em elementos como coincidência parcial ou total de objetos entre diferentes demandas (litispendência total, parcial e continência), capacidade prática de representação dos interesses de quem pleiteia indenização, preponderância ou hierarquia entre substituto e substituído na legitimação extraordinária, formação da prevenção do juízo, perda superveniente de condição de ação, entre outros.

109. Em sua maioria, esses elementos processuais são determinados por outros de natureza eminentemente societária: a capacidade prática de representar os interesses tem relação com acesso a informações da companhia; a subsidiariedade ou simultaneidade da legitimação extraordinária é diretamente ligada a haver ou não a exigência de prévia assembleia para ação derivada em face de controladores; a ideia de preponderância entre



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

substituto e substituído baseia-se no conceito de companhia como entidade e em sua representação típica por seus administradores, em contraste com a figura do acionista minoritário, que só tem essa competência nas ações derivadas²³, e daí por diante.

110. Parte dos elementos processuais mencionados no §108, *no caso concreto*, está ligada a questões particulares de arbitragem: por relevância, destaque-se a formação da prevenção com a regularidade da constituição do tribunal arbitral. O restante é ligado ao mesmo tempo a questões arbitrais e societárias: a coincidência parcial ou total de objetos entre as demandas tem uma dimensão societária, pois um dos argumentos pelos quais a Companhia diz ser mais amplo o objeto de sua arbitragem é a inclusão no polo passivo de dois diretores; e uma dimensão arbitral, pois as partes divergem sobre se o pleito relativo à incorporação da Bertin também integra a arbitragem.

111. Como visto, portanto, não é sobre todos os aspectos determinantes do julgamento do Conflito de Competência que a CVM tem competência legal para se manifestar. De todo modo, em relação ao que nos compete examinar, é pertinente ter em foco, como afirmado no início do voto, as consequências práticas e incentivos que podem resultar das diferentes interpretações da lei neste ponto: extinção automática da ação derivada se a companhia ingressar com ação de mesmo objeto enquanto pendente aquela (que se subdivide em relação ao que acontece com o direito a prêmio e honorários), ou não extinção automática.

112. Tem-se em vista o alerta bem colocado pela SEP no Parecer Técnico 81:

“...[Há] que se ponderar os impactos relacionados à decisão em tela, diante do objetivo almejado pelo legislador ao autorizar os acionistas minoritários a ingressarem com ação de responsabilidade em face da sociedade controladora (...) no interesse da companhia. Afinal, a eventual extinção de ação de responsabilidade promovida pelos acionistas minoritários (...) ante a interposição posterior de ação de responsabilidade pela própria Companhia (...) poderia fragilizar tal instrumento legal ou mesmo torná-lo infrutífero”.

²³ Convém o registro de falo em “representação” da companhia em sentido amplo, em que *alguém* age em benefício de *outrem*, que tem seus próprios direitos modificados. Assim, a expressão alcança o fenômeno da ação derivada, em que o *acionista* age e isso cria relações jurídicas *para a companhia*, e também o fenômeno da representação ordinária da companhia, em que um *administrador* age e cria relações jurídicas *para a companhia*. Não é apenas uma filigrana, pois diferenças conceituais entre “representação” em sentido estrito e “substituição processual” são relevantes para determinar a extensão dos poderes em cada caso.



II.II.II. “Problema de ação coletiva”: efeito carona e incentivos como solução

113. Examinemos como ficariam os incentivos aos diferentes polos de interesses e direitos envolvidos, sob cada regra possível, para poder traçar um prognóstico de possíveis consequências. Convém insistir, como já anotado em outras passagens da resposta ao primeiro quesito, que eventual conclusão sobre a ineficiência econômica de uma regra não significa, por si só, que essa não é a regra que o ordenamento jurídico prevê²⁴. Porém, trata-se de um elemento que não pode deixar de ser ignorado – seja por responsabilidade dos efeitos sociais da decisão, seja pelo claro comando do art. 20 da Lei de Introdução, seja pelo mandato legal da CVM de promover eficiência no mercado de capitais.

114. Pensemos, de início, no problema econômico que se manifesta num cenário em que fiduciários numa companhia causaram prejuízos a esta (juridicamente à companhia, economicamente aos fiduciantes²⁵) e não querem fazer a companhia buscar reparação. Trata-se do que no subcampo econômico da Teoria dos Jogos se chama “problema de ação coletiva”²⁶: assim é denominada a situação geral em que um grupo de indivíduos alcançaria um resultado positivo para todos eles caso determinada medida fosse realizada, porém o benefício individual é pequeno demais frente aos custos individuais de tomar tal medida. O benefício é recebido independentemente da participação de todos, basta que a medida seja realizada. A conduta racional de cada indivíduo para quem o custo individual para realizar a medida seja superior ao que seria seu benefício individual, assim, é a de esperar que outros façam a coisa acontecer, para, por assim dizer, pegar carona gratuitamente (o chamado *free ride*, também no jargão econômico). O resultado é que ninguém sai da inércia, instaura-se o proverbial “deixa que eu deixo” e ficam todos como os camundongos da fábula de Esopo, esperando em vão aparecer o voluntário para pendurar o guizo no pescoço do gato.

²⁴ Por óbvio, há sempre incontáveis regras claramente vigentes e ainda mais claramente ineficientes do ponto de vista econômico, e assim socialmente indesejáveis, sem que isto signifique que pudessem (ou mesmo que deveriam) ser ignoradas por julgadores, especialmente diante de fatos gerados por decisões tomadas sob a premissa da vigência de tais regras. Insegurança jurídica em geral é pior que uma regra ruim, já que esta última é mais simples de ser contornada por planejamento.

²⁵ Emprego aqui as expressões fiduciários e fiduciantes como referência genérica, respectivamente, a quem decide pelo patrimônio alheio sob regime de fidúcia (no caso administradores e controladores) e quem confia seu patrimônio a essa gestão alheia.

²⁶ O conceito não tem relação com a figura jurídica da “ação coletiva”, embora se manifeste em diversos dos desafios jurídicos ligados a esse tipo de ação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

115. Trata-se de problema tão comum, por trás até mesmo da existência e necessidade do Estado e da tributação – está na essência dos *bens públicos*, aqueles bens e serviços que por terem as chamadas externalidades positivas em demasia tendem a não ser fornecidos por transações de mercado, justamente porque nestas alguém teria que pagar por algo que necessariamente beneficiaria muitas outras pessoas, mas há custos proibitivos para fazer com que todas elas aceitem pagar, ainda mais porque se não pagarem ainda receberão os benefícios. Um exemplo simples são os serviços de segurança pública e policiamento em geral, inclusive os desta Comissão, tudo o que constitui o chamado *enforcement* público. Com efeito, as formas de *enforcement* legal prestadas por entidades estatais são exemplos precípuos de *bens públicos* na acepção econômica. O problema de ação coletiva, nesses casos, é contornado com a obrigação legal de pagar por esses serviços, via tributação.

116. Mas isso é apenas uma pequena parte dos casos em que se manifesta o dito problema de ação coletiva. Voltando a atenção para o mercado de capitais, ele está na raiz do absenteísmo do pequeno acionista – custos de informação e participação superam os possíveis benefícios individuais. Esse absenteísmo é estruturalmente o mesmo problema dos desafios das ações de responsabilidade contra administradores e controladores: custos individuais maiores que benefícios individuais, e perdas líquidas para todos como resultado.

117. Quando um administrador ou acionista suficientemente influente causa dano à companhia, surge um *bem público* (ou o guizo a pendurar no gato): a obtenção da indenização²⁷. Se forem um ou alguns administradores isolados, não chega a surgir o problema de ação coletiva, pois os demais administradores têm incentivos individuais suficientes para buscar a indenização para e por meio da companhia – são os mesmos incentivos que os movem a buscar lucros para a empresa no curso normal de suas atividades. Quando o problema surge, ou seja, quando por qualquer razão quem está no polo decisório da companhia não a faz buscar a indenização, a estrutura econômica do problema é a seguinte. O valor que se pretende recuperar para a companhia beneficiaria a todos os acionistas (enquanto acionistas, claro – se quem causou o dano foi o controlador, este não teria benefícios líquidos). Porém, dividida a indenização por toda a base acionária, o valor incremental que decorreria para cada acionista individual (independentemente de

²⁷ Bem público apenas no sentido econômico – o “público” é o universo de acionistas não controladores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ser distribuído como dividendos ou reinvestido com aumento do valor econômico das participações) não é grande o suficiente para justificar o custo individual para propor a ação, ou seja, o benefício esperado é menor que o custo esperado. Nenhum dos acionistas para quem essa desigualdade seja verdade irá incorrer nos custos do litígio.

118. Esse problema se manifesta em todo o mundo²⁸ e é moldado pelas particularidades das regras específicas de cada jurisdição, já que elas afetam enormemente as dimensões das grandezas relevantes da inequação que determina se determinado acionista terá ou não os resultados esperados necessários para promover a ação no interesse coletivo de si mesmo e seus pares²⁹.

II.II.II. A Lei das S.A. e seus dois regimes de incentivos para ações derivadas.

119. A lei brasileira é interessante de um ponto de vista analítico pois oferece dois modelos distintos em termos de incentivos (supondo que não se faça a importação para o art. 159 do que o art. 246 estipula sobre prêmio e honorários).

120. No art. 159, um acionista que tenha 5% de participação numa companhia e queira propor a ação derivada para reaver a indenização de administradores, de 100% do valor do dano (R\$ 100 milhões, para ilustração), tem diante de si o seguinte problema. Se a ação for procedente, seu benefício individual será, por equivalência patrimonial (para simplificar o raciocínio³⁰), de um montante necessariamente abaixo³¹ de R\$ 5 milhões.

²⁸ GELTER, MARTIN. *Preliminary Procedures in Shareholder Derivative Litigation: A Beneficial Legal Transplant?* (2022). Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=4030969.

²⁹ OCDE, *op. loc. cit.* PARDOW, DIEGO G. *The Economic Theory of Derivative Actions*. (2011). papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1941209 GRECHENIG, KRISTOFFEL; SEKYRA, MICHAEL. *No Derivative Shareholder Suits in Europe: a Model of Percentage Limits and Collusion*. *Int Review of Law and Economics* (2010).

³⁰ Se a indenização não for distribuída aos acionistas como dividendos, o valor é até superior ao da equivalência patrimonial (ao menos no momento em que a decisão da destinação é tomada). A rigor, o valor do benefício individual do hipotético acionista de 5% da ilustração seria de 5% do aumento do valor econômico que o recebimento da indenização gera para a companhia.

³¹ Há uma série de custos à companhia que não têm como ser incluídos na indenização, e.g., aumento do prêmio do seguro de responsabilidade civil (se houver – e se não houver, isto virá na forma de aumento da remuneração para a administração), custos indiretos do litígio como a dedicação reduzida aos negócios da empresa por parte da administração (novamente, ou isso ou maior remuneração) etc. Ademais, o §5º do art. 159 determina pagamento de indenização ao acionista autor pelas despesas em que tiver incorrido “até o limite [dos] resultados [da ação]”, de modo que o acionista primeiro tem que reaver o que tiver gastado para só então o restante da indenização ingressar no caixa da companhia. Assim, por equivalência patrimonial o valor do benefício é necessariamente inferior ao produto de sua participação pelo total da indenização – podendo até ser negativo se a indenização for inferior às despesas. Já quanto ao aumento do valor econômico, referido na nota de rodapé anterior, de um lado ele decorre do ingresso não do total da indenização e sim do que resta após indenizado o acionista substituto processual; de outro, o aumento esperado na capacidade de geração de lucros da companhia deverá computar os custos diversos referidos no início desta nota de rodapé.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Se for improcedente, porém, seu custo será de um montante necessariamente acima de R\$ 10 milhões, de honorários sucumbenciais (10% é o percentual mínimo³² - CPC, art. 85, §2º), além do que tiver dispendido com seus próprios advogados, quantia que não lhe será ressarcida. Se ganhar, leva o equivalente a R\$ 5 milhões; se perder, paga no mínimo R\$ 10 milhões. Essa disparidade obviamente aumenta quanto menor for a participação do acionista (pois o benefício indireto se reduz e o risco se mantém).

121. Supondo para efeito de raciocínio apenas os resultados de procedência e improcedência totais, e neutralidade a risco do autor, o mínimo absoluto de probabilidade que o autor deve estimar para sua vitória é de 66,67%- sendo que com essa probabilidade o valor esperado de propor a ação seria minimamente maior que zero³³. Ou seja, realisticamente, teria que atribuir uma probabilidade consideravelmente maior de êxito para se dispor a entrar com a ação. Por exemplo, se o autor considerar que a probabilidade de êxito é de otimismo 75%, o valor esperado de ingressar com a ação ainda seria de apenas R\$ 1,25 milhões. Computando aversão a risco e a perdas³⁴, probabilidades mais conservadoras, custos com os próprios advogados (abstraídos nessa ilustração) e outras variáveis do mundo real, compreende-se por que a ação derivada do art. 159 é praticamente inexistente no país³⁵.

³² Mínimo e, em causas de valor elevado, provavelmente também máximo, considerando a resistência de nossos cortes a estipular honorários altos a ponto de o STJ ter tido que pacificar que o art. 85 do CPC deve ser cumprido como escrito, e não com a bizarra “analogia” (sem lacuna) entre valor inestimável e valor elevado.

³³ O “valor esperado” de um ato que pode ter diferentes resultados é o somatório de cada resultado por sua respectiva probabilidade. Por exemplo, o valor esperado de uma jogada de cara ou coroa em que se o jogador recebe R\$ 1 milhão se acertar o resultado, e nada recebe nem paga se errar, é R\$ 500 mil. No litígio do exemplo ilustrativo, em que a vitória significa receber (o equivalente a) R\$5 milhões e a derrota significa pagar R\$ 10 milhões, uma probabilidade de 50% de êxito resulta em valor esperado negativo: $(R\$ 5MM \times 50\%) - (R\$10MM \times 50\%) = -R\$2,5MM$, ou seja, ter que pagar R\$ 2,5 milhões. Na probabilidade mínima de 66,67%: $(R\$ 5MM \times 66,67\%) - (R\$10MM \times 33,33\%) = R\500 . A rigor o que se usa em finanças é a probabilidade ideal em que a pessoa é indiferente entre agir ou não, que nessa ilustração seria de exatos 2/3 de probabilidade de êxito, com que o valor esperado seria R\$0.

³⁴ Aversão a risco é basicamente o nome que se dá ao grau em que alguém prefere abrir mão da chance de aumentar o capital, para evitar o risco de perdas. O valor esperado do cara ou coroa da nota de rodapé acima é R\$ 500 mil, mas a maioria das pessoas, por aversão a risco, preferiria um pagamento certo de R\$ 450 mil a tentar a sorte, embora financeiramente e *ex ante* estivesse “abrindo mão” de “R\$50 mil”. Aversão a perdas é, simplificada, o grau em que alguém prefere *deixar de ganhar* uma quantia a *pagar* a mesma quantia, embora em tese pagar e deixar de receber sejam equivalentes. A unidade monetária “perdida” causa mais mal-estar do que a unidade monetária “ganha” causa bem-estar. Aplicando-se esses conceitos às decisões de litigar ou não, eles refletem e mensuram comportamentos que intuitivamente podemos prever: um investidor típico não entraria num litígio com probabilidade intermediária de êxito, se na derrota tiver que pagar o mesmo que ganharia na vitória.

³⁵ Essa quase inexistência foi identificada em estudo constante do Relatório da OCDE, *op.cit.* Por outro lado, também não pode deixar de ser mencionado que, dado que em sua quase totalidade as companhias abertas brasileiras têm controlador definido, isto também provoca maior alinhamento de interesses dos administradores, e menos inação da companhia contra estes em caso de falhas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

122. Compare-se esse tipo de cenário com a situação geral das ações indenizatórias, em que, *grosso modo*, o valor a se pagar em caso de improcedência total é de algo pouco acima de 10% da indenização pretendida. Ainda que se considere que os honorários de sucumbência podem chegar a 20%, ainda sobra uma razão de quatro a cinco para um, entre a expressão monetária do ganho e aquela da perda. Daí, probabilidades cautelosamente estimadas ainda tornam o litígio vantajoso: Se a razão for de cinco para um, uma probabilidade de êxito de meros 20% já pode ser mais que suficiente para justificar o ingresso³⁶

123. Compare-se agora a estrutura de incentivos do art. 159 com a do art. 246. Com os mesmos números da ilustração anterior, além do valor de R\$ 5 milhões, correspondente à (simplificada) valorização da participação do acionista, há o prêmio de 5%, portanto mais R\$ 5 milhões. De 66,67%, a probabilidade teórica de êxito absolutamente mínima para valer a pena entrar com a ação cai para 50%. Isso, sem computar a maior parte do incentivo, que vem na forma de honorários advocatícios de 20% a mais do valor da condenação. Embora sejam em princípio dos advogados, como se trata de direito disponível é lícito e comum que alguma repartição seja feita dos honorários e do prêmio, entre autor, advogados e eventuais financiadores do projeto. Isto vale também para o art. 159, embora os honorários tenham valor esperado consideravelmente abaixo de 20% e nem mesmo possam contar com a certeza do mínimo de 10%, pois existe entendimento, na rarefeita jurisprudência sobre a matéria, que calcula os honorários não sobre o valor da condenação, e sim do quanto ela representaria, por equivalência patrimonial, para o autor³⁷: ainda que seja generosamente estipulada em 20%, a base de cálculo da verba pode ser uma diminuta participação detida pelo acionista na companhia.

124. Todos os acionistas cujo cálculo individual não compense o ingresso da ação em nome da companhia farão a opção racional pela inércia, constituindo o problema de ação coletiva a que se vem referindo. Em parte, é por isso que, mesmo não sendo comuns, as ações derivadas do art. 246 têm ocorrência mais frequente que as do art. 159, pois por

³⁶ Suponhamos recebimento de R\$5 milhões em caso de êxito e pagamento de R\$1 milhão na improcedência. Com probabilidade de sucesso de 20% e neutralidade a risco, o valor esperado do ingresso é de: $(R\$5 \text{ milhões} \times 20\%) - (R\$1 \text{ milhão} \times 80\%) = R\200 mil . A afirmação de que isto “pode ser” suficiente deve-se aos fatores não computados, de aversão a risco e a perdas, que dependendo de seu grau alteram essa conclusão.

³⁷ REsp 1.220.272-RJ. Rel. Min. L. F. Salomão, j. 14.12.2010.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

suas regras é mais fácil que os ganhos possíveis compensem os riscos. Ainda assim, mesmo em sua formulação atual a desproporção entre os incentivos do art. 246 e os riscos de sucumbência a que o autor da ação derivada se submete são objeto de críticas diversas e muito bem fundamentadas, voltadas a aprimorar o mercado de capitais do país, por sugestões de reformas no ordenamento jurídico³⁸ – o que não afeta, por óbvio, a investigação de qual a norma aplicável hoje, mas mostra o quão relevante são as consequências sobre os incentivos resultantes da interpretação que se adote.

II.II.III.I. Extinção automática ou não extinção automática: Premissas.

125. Tratemos agora, pois, das diferentes regras que são discutidas neste processo como resultantes das interpretações diversas da lei. Para a Consulente, a propositura de ação derivada pela companhia não extingue aquela proposta por minoritários. Para a companhia, haveria a extinção.

126. Dado o teor da consulta, o exame aqui se dá sob a hipótese teórica de que a única razão de extinção da ação derivada é a propositura da ação pela companhia. Assim, há uma série de premissas implícitas nessa hipótese, que não necessariamente correspondem ao que se passou no caso concreto a que o Acórdão do STJ se refere. Uma dessas premissas, fundamental para a análise ora empreendida, é que a ação derivada tenha sido iniciada regularmente, com preenchimento das condições da ação. Isto não corresponde ao que o STJ entendeu, na medida em que afirmou ser necessária a prévia realização de assembleia geral. Porém, os quesitos podem ser – e aqui são – tratados de maneira totalmente independente um do outro: as análises feitas neste segundo quesito valem igualmente se a regra for de necessidade ou de desnecessidade de prévia assembleia. Basta que a ação derivada tenha sido iniciada regularmente.

³⁸ “O problema não parece estar no prêmio previsto pela lei, em caso de sucesso, mas sim nos ônus que decorrem no caso de improcedência da ação. Em termos práticos (...) o acionista que demandar em nome da companhia corre o risco da condenação na sucumbência (...). Como o acionista demanda em nome da companhia, ainda que tenha o risco de perda calculado sobre o mesmo montante. Diante das incertezas que decorrem de qualquer procedimento judicial, o risco é no mais das vezes insuportável”. CHEDIACK, JULIAN FONSECA PEÑA. *Reflexões sobre a efetividade do regime de responsabilização do acionista controlador*. In: VENÂNCIO FILHO, ALBERTO; LOBO, CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA; ROSMAN, LUIZ ALBERTO COLONA (org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p.223.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

127. Nesta seção, a análise é feita exclusivamente sob a ótica dos resultados econômicos possíveis, para identificar os incentivos e prováveis consequências, relativamente ao objetivo de resolução ou redução do Problema de Ação Coletiva, isto é, ao resultado específico de se recuperar ou não, para a companhia, valores que se o Problema de Ação Coletiva não for superado, representarão perdas líquidas para os investidores. Não há considerações axiológicas ou de conceitos jurídicos abstratos³⁹ a favor ou contra qualquer das regras.

128. Ainda sobre premissas: haveria desdobramentos possíveis ao se aprofundar a análise dos incentivos e resultados por meio da inclusão, como personagens autônomos, dos advogados no modelo, especialmente os do acionista. Porém, esses refinamentos analíticos são mais relevantes em outros ordenamentos jurídicos em que o ganho dos patronos não é tão bem alinhado com o dos acionistas que eles representam como no sistema brasileiro⁴⁰. Assim, para o objeto desta análise, considerarei o “lado autor” como composto por autor e seus advogados, e “lado defendente” como réu e seus advogados.

129. Outra premissa importante: na matéria sob análise, há argumentos possíveis e válidos sobre comportamentos oportunistas de todos os agentes envolvidos, especialmente do tipo colusivo. Controladores podem influenciar os administradores para proteger seu interesse particular, o minoritário autor da ação derivada pode fazer acordos para receber individualmente (de modo que o controlador não tenha que pagar para a companhia a indenização completa mais os acréscimos), além de desvios de deveres por

³⁹ *E.g.*, para um lado, “não é justo o minoritário pagar para começar a ação e ficar sem nada depois”, ou, para o outro, “a companhia é a verdadeira titular do direito e deve ser representada por seus *legítimos órgãos*”. Não se trata de negar sua relevância, até porque tais argumentos são abordados nas demais seções; o objetivo é apenas o de buscar uma análise o mais precisa possível, com *Wertfreiheit*, para que o que se tem de inevitável de influência das preferências subjetivas dos julgadores (este inclusive), acerca de valores, possa operar com o máximo possível de conhecimento do que se estará efetivamente causando ao decidir de uma ou outra forma, até mesmo para se poder buscar a realização de determinado valor com maior efetividade.

⁴⁰ Quanto mais os honorários fixados para advogados tendam a ser relacionados com as horas estimadas, ao invés de um percentual do que for efetivamente a condenação recebida pela companhia, mais indiferentes os advogados tendem a ser ao resultado efetivo da demanda, e acordos benéficos a estes, mas não à companhia como um todo, tendem a ser realizados. Tais acordos representam ineficiência do ponto de vista econômico, já que o valor subtraído da companhia não precisa ser restituído. No sistema brasileiro, em que a estipulação de honorários segue o valor da condenação, remanesce alinhado o interesse entre advogados e acionista autor por buscar resultados maiores para a companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

parte de advogados. Na análise aqui feita, porém, a premissa é de que não há abuso ou violação de deveres por qualquer dos envolvidos.

130. Não se trata de presumir infalibilidade ética, e sim de funcionalidade institucional. A suposição é que os indivíduos em geral preferem buscar seus interesses particulares com respeito às regras vigentes, e que estas trazem mecanismos de controle eficientes para coibir desvios. Além de reputação e credibilidade como incentivos econômicos de mercado, há controles legais em operação: deveres fiduciários previstos na Lei das S.A. e as consequências de sua violação (penalidades administrativas aplicadas pela CVM e condenação a reparar danos aplicadas por tribunais arbitrais ou judiciais), regras de ética profissional da OAB e, dependendo da criatividade e inconsequência, até tipos penais.

131. Outra razão para partir da premissa de que todos os agentes cumprem seus deveres legais é a de preservar a coerência sistemática do direito. Ler regras sob premissa de má-fé ou descumprimento direto de outros comandos legais não me parece um método adequado de interpretação. Se um intérprete pressupõe violação da lei como razão de sua leitura para o sentido geral de uma norma, outro lhe pode objetar que a resposta da lei para essa violação é a nulidade do ato dela decorrente, não sendo necessário que a norma em questão tenha aquele sentido. Dois exemplos: “a prévia deliberação assemblear é necessária pois sem ela o minoritário pode ingressar apressada e inabilmente com a medida apenas para tentar um acordo, em última análise prejudicando a própria companhia”; ou, “a administração não poderia conduzir ação contra o controlador, pois este pode exercer sua influência sobre ela de modo a lesar a companhia”. Em ambos os exemplos, trata-se de problemas possíveis, mas um *non sequitur* para a conclusão sobre qual deveria ser a norma: no primeiro, o autor displicente deverá ter ônus substanciais se assim agir, além de a medida poder ser intentada também por outros ou pela própria companhia; no segundo, haveria abuso no poder de controle por parte do controlador e quebra do dever de lealdade pelo administrador, ambos ensejando reparação de danos e penalidades (fora outras possíveis violações em outras esferas).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

132. Por fim, uma razão prática para a suposição de boa-fé na análise é que o objeto da consulta a este Colegiado é amplo, sobre a interpretação da lei nos pontos tratados nos quesitos. Levar em conta, para interpretar o sentido geral, argumentos de oportunismo e violações, que aparecem de lado a lado nestes autos, seria casuísmo. Além disso, dependeria de revolver matéria fática que, pelas regras do processo administrativo que nos dão competência para tratar do recurso e da consulta, já foi examinada pela área técnica com finalidade acusatória, e nem foi referida pela Consulente nos quesitos.

II.II.III.II. Extinção automática ou não extinção automática: Análise.

133. Definidas as premissas, passemos, pois, à análise dos cenários. De início, suponhamos que a ação originalmente proposta não possa ser extinta caso outra venha a ser proposta pela companhia. Eis como se apresentam os diferentes resultados para cada polo decisório, nas diferentes possibilidades (a companhia propor ou não uma ação própria quando já em curso a derivada):

- *Resultados para cada polo decisório, sem extinção automática*

134. Os principais⁴¹ resultados esperados pelo lado autor (cf. §128) incluem, independentemente de a companhia mover ação própria:

- i) A valorização de sua participação, decorrente do ingresso da indenização no caixa da companhia, em caso de procedência;
- ii) O recebimento em dinheiro do prêmio e dos honorários, no total de 25% sobre o valor da condenação, em caso de procedência.
- iii) Custos fixos dos seus advogados, na procedência ou improcedência;

⁴¹ No mínimo um resultado relevante é omitido do modelo: a reputação. Especialmente quando se trata de entidades especializadas em identificar e perseguir oportunidades de “ativismo societário”, custa caro ter reputação de litigante descuidado ou de má-fé, ao mesmo tempo em que construir reputação de litigante sério e bem fundamentado facilita construção de parcerias (e as barateia, pela percepção de menor risco). Para o lado defendente, a reputação também é relevante, por razões análogas (reduz custo de capital, melhora a posição em eventuais litígios, reduz a incidência destes etc.). Porém, opta-se por não computar a reputação na análise porque (i) é um fator presente em qualquer hipótese; (ii) tem difícil mensuração; (iii) não impacta diretamente a própria situação litigiosa, e sim as demais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

iv) Honorários de sucumbência para o lado oposto, em caso de improcedência⁴².

135. Para a companhia (coletividade dos acionistas), os principais custos e benefícios seriam:

i) Ingresso da indenização (sem o prêmio⁴³) no caixa (valorização de suas participações) se procedente, movendo ou não ação própria;

ii) Custos fixos de advogados, para fazer-se representar na ação derivada;

iii) Nenhum desembolso com sucumbência, se improcedente a ação derivada, não tendo entrado com ação própria;

iv) Custos fixos adicionais se entrar com ação própria;

v) Risco de sucumbência se propuser ação própria.

136. Para o controlador, os resultados são:

i) Pagamento de 125% do valor da indenização (100% para a companhia, 25% para o lado autor), se a companhia não propuser ação própria, e possivelmente mais se propuser (em honorários aos advogados da companhia na causa);

ii) Valorização de sua participação na companhia (algo bem relevante, pois como regra geral⁴⁴ é no mínimo um sexto em companhias abertas antes da Lei

⁴² Em caso de improcedência o autor também teria que arcar com outros custos do litígio, como taxa judiciária ou emolumentos e honorários de arbitragem, conforme o caso, mas estes são de menor monta em litígios de ordem de grandeza do mercado de capitais e não serão computados para fins de simplicidade analítica. Se tais custos fossem levados em conta, seriam um fator a reduzir a atratividade de propor a medida, de modo que o modelo tem certo viés de considerar a ação derivada mais viável que a realidade. Porém, esses custos serão abstraídos também no modelo que retrata a regra de extinção automática, de modo a preservar a comparabilidade entre ambos.

⁴³ A leitura de que não caberia o prêmio baseia-se na sistematicidade do art. 246. Como o seu §1º só menciona como possíveis autores os *acionistas minoritários* (com percentual mínimo na alínea "a" ou com pagamento de caução na alínea "b"), os incentivos do §2º só fazem sentido quando atribuídos a *esses* autores, e não na hipótese (não só remota mas também nem mencionada na lei societária, ainda que possível) de ser a companhia a autora.

⁴⁴ A rigor não existe mínimo, sendo possível constituir o controle pleno com qualquer percentual por meio de instrumentos como acordos de voto, estruturas societárias de *holdings* escalonadas, ou ações preferenciais com dividendos maiores (as chamadas "superpreferenciais").



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10.303/01, no mínimo um quarto nas demais, e no mínimo metade em companhias que só possuem ações ordinárias), também em caso de procedência da ação;

iii) Custos fixos com a ação derivada;

iv) Custos fixos adicionais se a companhia mover ação própria;

v) Em caso de improcedência, recebimento de parte dos honorários de sucumbência, caso assim contratado entre os integrantes do lado defendente (cf. §128).

137. Note-se que por trazer uma chance de ganho, sem desembolso em caso de perda, para o minoritário em geral é mais vantajoso ficar como *free rider*. O rompimento de sua inércia só ocorre quando houver expectativa de ganhos *individuais* suficientes para superar os custos fixos e compensar o risco das perdas sofrerá caso perca a causa.

- *Resultados para cada polo decisório, com extinção automática*

138. Vejamos agora os resultados sob a regra que determina a extinção da ação derivada se a companhia vier a propor diretamente a ação contra o controlador, depois de iniciada a ação derivada de mesmo objeto. Como premissa, seguindo o princípio da causalidade na estipulação de sucumbência, a extinção sem julgamento do mérito por perda superveniente de condição de ação não obrigaria o autor a pagar honorários aos advogados dos réus; também como premissa, iremos supor que o lado autor não recebe nem o prêmio nem os honorários no caso dessa extinção.

139. O benefício esperado pelo lado autor compreende (se procedente a ação):

i) A valorização de sua participação, decorrente do ingresso da indenização no caixa da companhia;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ii) O recebimento em dinheiro do prêmio e dos honorários, no total de 25% sobre o valor da condenação, reduzido pela probabilidade de a companhia, durante o curso do processo, iniciar uma nova ação.

140. Os custos para o lado autor são:

i) Custos fixos dos seus advogados, reduzidos pela probabilidade de a ação vir a ser extinta em seu curso (é realista supor que os custos fixos serão menores se e quanto antes sua ação for extinta, já que demandaria menos horas trabalhadas).

ii) Honorários de sucumbência para o lado do controlador, em caso de improcedência, também reduzidos pela probabilidade de a companhia iniciar uma nova ação (sob a premissa de que a extinção por perda superveniente de condição da ação não imponha ao autor da derivada a obrigação de pagar sucumbência).

141. Para a companhia (coletividade dos acionistas):

i) Ingresso da indenização no caixa, se procedente;

ii) Pagamento de honorários de sucumbência, se improcedente, no evento de propositura diretamente pela companhia.

142. Para o controlador:

i) Pagamento de 125% do valor da indenização (100% para a companhia, 25% para o lado autor), em caso de procedência da ação intentada por minoritários;

ii) Alternativamente a (i), pagamento de cerca de 110% a 120% do valor da indenização, em caso de procedência da ação intentada pela própria companhia – pois não há o prêmio de 5%⁴⁵, nem a regra de 20% fixos (sendo mais usuais os percentuais iguais ou mais próximos de 10%⁴⁶);

⁴⁵ Ver nota de rodapé 43.

⁴⁶ Ver nota de rodapé 31, acima.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- iii) Valorização de sua participação na companhia, também em caso de procedência da ação, independentemente de a companhia mover ação própria;
- iv) Pagamento de custos fixos de advogados, em qualquer caso;
- v) Recebimento de parte da sucumbência, de no mínimo 10%⁴⁷, em caso de improcedência (considerando haver rateio com os advogados), porém com o redutor do valor proporcional de sua participação na companhia se for esta, e não o minoritário, a parte na demanda indenizatória.

143. Um aspecto importante, contudo, é que a probabilidade de a companhia iniciar ou não sua ação diretamente é ainda mais difícil de se estimar, já que depende de atos discricionários de terceiros⁴⁸. Por outro lado, a depender dos resultados esperados para os envolvidos, a predição sobre como eles deverão agir pode ser razoavelmente segura, não necessariamente com precisão probabilística, e sim por inferência de que os agentes econômicos buscarão os melhores resultados para si.

II.II.III.III. Problema de ação coletiva na regra de extinção automática

144. Procede-se, agora, ao exercício de imaginar o problema de ação coletiva que se apresenta para os acionistas minoritários na hipótese de uma pretensão ressarcitória contra acionistas controladores, em que a companhia não toma o primeiro passo, mas pode, por hipótese, iniciar a mesma ação depois que intentada por minoritário – com a consequência de extinguir esta última. Ou, como descrito num dos pareceres apresentados pela companhia (do Prof. YARSHELL), que haveria uma condição resolutiva para a legitimidade extraordinária, consistente na propositura de ação igual ou de escopo mais amplo pelo legitimado ordinário.

145. A subseção anterior descreve os resultados para os diferentes tomadores de decisão: minoritário individual, companhia/coletividade dos acionistas, controladores. Os

⁴⁷ Ver nota imediatamente anterior.

⁴⁸ Em termos econômicos, aproxima-se bem mais de uma *incerteza* do que de um *risco*. De modo simplificado, *risco* é passível de mensuração, *incerteza*, não. Dizer que o resultado de uma ação configura simplesmente um “risco” é impreciso, pois há diversas incertezas envolvidas, mas a decisão de terceiros, de iniciar ou não uma ação, é ainda mais difícil de ser mensurada como um evento probabilístico.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

modelos de previsão de resultados para cada agente econômico em cada cenário e cada desdobramento possível são usados como preditores das estratégias dos diferentes agentes econômicos envolvidos (“jogadores”, na linguagem da Teoria dos Jogos). Pelo chamado *rollback reasoning*, parte-se do resultado final de cada combinação de estratégias para tentar prever como cada um tenderá a agir.

146. Os resultados para a companhia sugerem que em princípio, tendo sido bem formulada a medida por minoritários, a conduta mais favorável é a de não propor nova ação. Isto, porque tanto na ação derivada quanto na ação direta a indenização a ser recebida em caso de procedência é a mesma, e em caso de improcedência, na ação derivada não há custo de sucumbência para a companhia – esse custo é suportado tão-somente pelo autor da ação. Porém, isto não extingue por si só o problema. A “companhia” pode considerar – seja pela sua administração⁴⁹, seja pelos demais acionistas minoritários (dos controladores, trato separadamente adiante) – que teria melhores chances de êxito numa ação própria. A partir de certa diferença de probabilidades de êxito percebidas pela companhia entre ambas as ações, o risco de incorrer em sucumbência é compensado pela maior chance de sucesso.

147. Na prática, essa diferença de probabilidades pode manifestar-se de maneiras mais sutis. Não é necessário, nem o modelo requer, que tais estimativas sejam feitas numericamente. Para determinar a conduta, basta a percepção dessa maior chance. Ela pode advir da sensação de maior participação no destino do caso: por exemplo, por meio da participação de um conselheiro indicado por minoritários num comitê especial para cuidar da ação – como os *special litigation committees* americanos⁵⁰. Pode também ser influenciada pelo viés de retrovisor, em que após iniciada a ação por um minoritário e respondida pelo controlador, alguns de seus pontos podem ser percebidos como fragilidades a serem corrigidas numa nova ação. E há também o significativo fator da possibilidade de realização de acordo: os demais minoritários podem percebê-la como

⁴⁹ Supondo-a, insista-se, como independente dos controladores.

⁵⁰ Ou o próprio comitê *ad hoc* no exemplo do caso objeto do recurso. O caso concreto, aliás, oferece um exemplo de como os demais minoritários, diante da existência da arbitragem movida pelo Recorrente, não só podem como efetivamente movimentaram a companhia para deliberar sobre a propositura de novas demandas, e assim foi feito, sem voto dos controladores (voto esse, contudo, que não foi impedido por direta previsão legal e sim depois de um litígio mais de três anos).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

maior do que na ação derivada, seja por falta de prerrogativa do autor⁵¹, seja porque, tendo este interesses autônomos (os incentivos legais, atrelados ao valor da condenação) a quantia máxima que os controladores estariam dispostos a pagar numa transação extintiva teria que ser dividida em alguma medida com quem detém a expectativa de recebimento dessas quantias.

148. Em paralelo, há uma significativa diferença no “cálculo” que o minoritário autor da derivada faz ao decidir se inicia a ação derivada, do que aquele que os demais minoritários fazem ao decidir se fazem a companhia mover sua própria ação *quando já em curso a derivada*. Num papel de “desbravador” da causa, o potencial autor da ação derivada tem que incorrer em custos iniciais significativos para apurar e estudar informações relativas à causa, preparar as teses com auxílio de profissionais – advogados, contadores, financistas. Para iniciar a ação, tem que recolher custas, formar posição acionária mínima ou depositar a caução, enfrentando o risco de sucumbência. Em contraste, observe-se a condição dos demais minoritários ao decidirem se a companhia deve ou não iniciar sua própria ação, uma vez que já exista a derivada em curso: sem terem incorrido em qualquer custo, já sabem que a causa tem mérito suficiente para justificar a um investidor sofisticado (o autor da derivada) a assunção do risco de ter de pagar enorme montante de sucumbência, contra a chance de receber o prêmio e parte de honorários, em grandezas semelhantes ou não muito superiores ao montante que pode ser condenado a pagar.

149. Para os demais minoritários, é muito maior a *proporção* entre benefício do êxito e custos da sucumbência. Enquanto *grosso modo* o autor da derivada espera ganhar entre 5% e 25% da indenização, mais a valorização de sua participação, contra o risco de pagar 10% a 20% do montante pleiteado, cada um dos demais minoritários espera ganhar a valorização de sua participação, contra o risco de sofrer apenas a desvalorização de sua participação relativa aos custos de sucumbência em que a companhia incorreria. O autor da derivada precisa preparar uma causa que lhe permita estimar probabilidade de êxito

⁵¹ Precedentes do STF e STJ negam ao substituto processual a prerrogativa de transacionar. RE nº 193.503/SP; REsp nº 1.403.333/DF. Em nenhum dos casos se tratava, vale dizer, de matéria societária, mas veja-se o seguinte trecho do voto do Min. Ricardo Cueva: “[Os] poderes do substituto processual (...) são amplos, mas não compreendem, obviamente, os atos de disposição do próprio direito material do substituído, como confissão, transação (...). [Ao] substituto processual não é facultado dispor livremente do direito do substituído”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que compense a diferença entre ganhar, digamos, 15% da indenização e pagar, digamos, 12,5% do que pleiteou; os demais minoritários precisam apenas estimar uma probabilidade de êxito suficiente para compensar a diferença entre receber a indenização por inteiro e pagar a sucumbência. Com esses números ilustrativos, o autor da derivada tem um ganho possível de 120% do que pode perder, precisando de uma probabilidade mínima de 46% (aprox.), e os demais minoritários têm um ganho possível de 800% do que podem perder, bastando uma probabilidade mínima de 11% (aprox.)⁵². Os próprios custos fixos do litígio e possíveis honorários de êxito tendem a ser menores para a companhia, nessa nova ação, do que para o autor da ação derivada, pois grande parte do trabalho já terá sido feita e já se tem as informações sobre a percepção de sucesso que justificou a propositura da ação derivada.

150. Cabe ressaltar que as diferenças apontadas no parágrafo anterior não determinam por si sós que os demais minoritários tomariam a iniciativa de substituir a ação derivada pela ação da companhia, pois o problema de ação coletiva ainda se faria presente: apesar dos benefícios *como classe* serem maiores em valores absolutos e relativos, os benefícios individuais *em valores absolutos* continuam sendo modestos (tanto mais quanto mais disperso o capital) frente aos custos individuais de mobilização, convocação, aquisição de informações e participação. Porém, basta que alguém tome a iniciativa, como algum minoritário de participação relevante – este pode não querer arriscar seu próprio capital a ponto de propor a ação derivada, mas especialmente com esta já em curso ele pode tentar levar a assembleia a propor a ação direta, absorvendo para si, em última análise (ainda que indiretamente), parte dos benefícios que caberiam ao minoritário que se arriscou inicialmente.

151. Para o controlador, o mais desejável é que a companhia proponha a ação, pois mesmo em caso de procedência, fará um desembolso menor. A diferença é no mínimo os

⁵² O espectro em que essa diferença pode variar é aproximadamente o seguinte. Suponha-se que o mínimo que o autor da derivada possa ganhar seja 5% (relativos ao prêmio) e que o máximo seja 30% (sendo 5% de equivalência de sua participação acionária, 5% de prêmio e 20% de honorários), e que a sucumbência em caso de insucesso possa variar de 10% a 20%. A contraposição mais negativa para o autor da derivada é chance de receber 5% contra risco de pagar 20%, ou seja, pagar no insucesso o quádruplo do que recebe no sucesso; a mais positiva é a chance de receber 30% contra o risco de pagar 10%, ou seja, pagar no insucesso um terço do que recebe no sucesso. Já para os demais minoritários ao deliberar entrar com a ação, o pior cenário é ter risco de pagar (indiretamente, e em proporção de suas participações) um quinto do que podem receber e o melhor cenário é um décimo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5% do valor da indenização (relativos ao prêmio) e provavelmente mais próximo de 15% (prêmio de 5% e cerca de 10% a menos de honorários). Note-se que a diferença é mais significativa do que pode parecer ao se comparar 125% com 110% ou 115%, ou mesmo os improváveis, mas legalmente possíveis, 120%. Parte significativa dos 100% pagos à companhia sai, por assim dizer, de um bolso para o outro. Numa companhia que só tenha ações ordinárias, ao menos metade do valor pago valoriza a participação do próprio controlador na mesma medida (e isto, supondo conservadoramente que a valorização se dê apenas pelo valor patrimonial). Se o controlador tem 50% do capital, a diminuição efetiva é de um desembolso de 75% para mais prováveis 60% a 65%. Ou seja, a condenação na ação derivada tende a ser de cerca de 15% a 25% mais onerosa, para um controlador detentor de metade do capital social. Para um controlador que detenha dois terços do capital, ser condenado na ação derivada poderia representar um ônus cerca de 35% maior que a condenação na ação proposta pela companhia. Então, quanto maior for a parcela do capital total detido pelo controlador⁵³, maior é a diferença proporcional entre os dois cenários.

152. Por outro lado, essa preferência tenderia a não se manifestar quanto mais o controlador tiver a percepção de sua chance de êxito, pois na hipótese de improcedência da ação, a companhia será condenada à sucumbência, o que pesa no bolso do controlador na proporção de sua fatia. Quanto maior a probabilidade de procedência, portanto, mais o controlador preferirá que a companhia proponha nova ação.

153. O controlador teria, portanto, mais interesse em influenciar no que pudesse para que a companhia movesse a ação, com a extinção daquela proposta pelo minoritário, quanto mais se percebesse vulnerável na ação. Esse interesse independe, como exposto acima, de qualquer intenção ou capacidade de influenciar a atuação da companhia para agir em detrimento de si própria. Não digo que intenção ou efetiva influência desse tipo não possam ocorrer em casos concretos, e na medida em que venham a ocorrer, evidentemente o efeito seria mais forte sobre a postura da companhia; apenas ressalto que tal premissa é desnecessária para demonstrar que há interesses lícitos, por parte dos

⁵³ Bem como quanto maior for o aumento no valor da companhia decorrente do ingresso do capital, mas como isto não é um fator conhecido ou controlável pelos diferentes interessados, pode ser abstraído.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

demais minoritários e dos controladores, que podem resultar na escolha, pela companhia, de propor ação própria quando já existe a derivada, *se esta for extinta por aquela*.

154. É aí que se manifesta o problema de ação coletivo inicial. A estratégia de cada agente envolvido depende daquela a ser tomada pelos demais. Uma vez que cada acionista minoritário se depara com as futuras prováveis estratégias a serem tomadas pelos demais envolvidos, a formulação de sua posição inicial tende a ser algo como: “Se eu entrar com a ação derivada, é muito provável que a companhia irá com a ação direta em seguida, pois isso interessaria aos controladores e possivelmente aos demais minoritários; se a nova ação extinguir a derivada e me privar do prêmio e dos honorários, ainda que venha a haver a indenização ao final, meu único benefício seria a valorização proporcional de minha participação, mas arcarei com os pesados custos do litígio até seu fim; se eu não entrar com a ação, há dois cenários: ninguém entra, ou a companhia entra (seja de início, seja se alguém tiver entrado). Se ninguém entrar ou a ação for improcedente, não ganho a valorização. Se a ação for proposta e procedente, recebo minha valorização proporcional. Porém, não arco com os custos fixos. Logo, se meus custos fixos são maiores que a valorização esperada na minha participação societária, o melhor é não entrar com a ação”.

155. Em suma, retorna-se ao problema de ação coletivo em que os benefícios individuais são menores que os custos individuais. Como o raciocínio acima vale para cada acionista, é muito alta a chance de nenhum deles ter participação alta o suficiente, e de a indenização devida não ser alta o suficiente, para a propositura da ação compensar seus custos certos e benefícios incertos. O resultado é que a companhia não é ressarcida do que lhe seria devido, sendo seus investidores privados de riqueza a que em tese teriam direito. (Num breve intervalo da análise sem valoração jurídica algo que obviamente o direito rechaça e que seria nitidamente deletério ao mercado de capitais brasileiro, privando toda a economia de capacidade de crescimento.

II.II.III.IV. Problema de ação coletiva na regra de não extinção automática

156. Por contraste, *não havendo* extinção da ação, a sequência de movimentos teria uma forma bastante distinta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

157. Os resultados acima descritos (§§134-142) sugerem que a companhia em princípio não tem vantagem em ingressar com ação própria, sujeitando-se ao risco do pagamento de sucumbência, mas que isso pode fazer sentido em caso de percepção de uma chance de êxito suficientemente maior (seja pela administração, seja pelos demais minoritários). Esse limiar é menor sob a regra de não extinção: enquanto sob a regra da extinção da derivada os demais minoritários, ao optarem por uma nova ação, ficam com apenas um grupo conduzindo a lide, sob a regra de não extinção da derivada, o ingresso de uma ação é mais passível de representar acréscimo na probabilidade de êxito. Sob outro ângulo, propor nova ação é um dilema menor para os demais minoritários, por não terem de abrir mão de uma via pela qual poderiam chegar ao êxito desejado.

158. A vantagem de renunciar a uma faculdade pode em certas ocasiões parecer contraintuitiva – por que o acionista iria querer deixar de ter uma opção que lhe poderia dar vantagem, uma vez que a ação derivada já estivesse em curso? Trata-se de estratégia intertemporal, em que o agente econômico, por seu “eu presente”, priva seu “eu futuro” de uma faculdade que *no futuro* lhe pareceria vantajosa, quando *no presente* é possível perceber as vantagens de não ter essa escolha (como Ulisses, que na Odisseia amarrou-se ao mastro para não poder ter a escolha futura de comandar sua nau rumo às sereias, ou Hernan Cortez, que queimou seus navios ao conquistar o México para seus comandantes não terem a escolha futura de retroceder). Especialmente sabendo que *como classe* é melhor ninguém ter a possibilidade de extinguir a ação derivada, a fim de que ao menos alguém queira tomar o risco e buscar a indenização (e para alguém querer tomar o risco, é preciso assegurar-lhe os benefícios individuais).

159. O próprio autor da ação situa-se numa posição interessante. Se acreditar que os honorários de 20% serão garantidos a seu lado, tende até mesmo a preferir que a companhia ingresse com sua própria ação – seu custo adicional, indireto, é desprezível, e também é beneficiado por mais de uma atuação em busca do mesmo resultado. Se acreditar que os honorários serão divididos entre patronos da companhia e os seus, a preferência fica ainda mais sujeita ao perfil de risco e percepções, pois de um lado pode estar sujeito a receber metade dos honorários, mas por outro, em caso de improcedência das ações, estaria sujeito a *pagar* apenas metade dos honorários de sucumbência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

160. Já o controlador teria interesse, ao contrário de sua posição sob a regra de extinção da ação derivada, em evitar que nova ação fosse intentada. Sua perspectiva de conseguir a improcedência não aumentaria e provavelmente diminuiria, já que a companhia, para decidir propor nova ação, teria que julgar ter melhores chances de êxito, do que atuando apenas na ação derivada. Além do prêmio de 5% e dos honorários de 20%, que na hipótese mais branda seriam divididos entre advogados da companhia e os do autor da ação derivada⁵⁴, seus custos com advogados próprios seria necessariamente majorado. Assim, sem a extinção da ação derivada, o controlador em princípio preferiria que a companhia não movesse uma nova ação.

161. Eis então como a decisão de iniciar ou não a ação derivada se apresentaria ao minoritário individual – em contraste com a descrição do §155 acima. “Se eu entrar com a ação derivada, a companhia pode entrar com a ação direta em seguida; o controlador tende a preferir que não, mas os demais minoritários podem preferir que sim; se isso significa que a ação derivada continuará e sigo podendo receber o prêmio e os honorários, caso haja condenação, meu benefício é a valorização proporcional de minha participação, acrescida do prêmio, e de pelo menos metade dos honorários de sucumbência, e arcarei com os custos do litígio até seu fim; Se a companhia entrar, existe uma probabilidade maior de êxito, porém com a possibilidade de eu receber menos a título de honorários. Logo, se meus custos fixos e risco de sucumbência são superados pela valorização esperada na minha participação societária, mais o prêmio de 5%, e mais os honorários de 20% integrais ou parciais, opto por entrar com a ação derivada”.

162. Trata-se de um sistema em que o problema de ação coletiva é muito menos tendente a acontecer. Com a segurança da preservação dos incentivos (o prêmio de 5% e ao menos parte dos honorários de 20%), o cálculo para superação dos custos individuais tem muito mais chance de resultar positivo. Ainda que o acionista entenda que os honorários de 20% podem sofrer alguma divisão, o ingresso da ação derivada pode

⁵⁴ Num caso assim, parece-me realista supor que o lado do autor da ação derivada teria interesse em sustentar teses pelas quais os 20% de honorários previstos no art. 246, §2º, são autônomos para quem a propôs, assim como os advogados da companhia poderiam defender que os seus honorários deveriam ser estipulados com base no art. 85 do CPC. Mas não é necessário supor que o total de honorários superaria os 20% para aceitar a hipótese de que os custos seriam maiores com duas ações em curso, o que é suficiente para indicar uma preferência por não haver uma ação a mais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

conservar valor esperado positivo. Como basta que a inequação (benefícios esperados > custos esperados) seja verdadeira para apenas um acionista, torna-se mais factível que a companhia seja ressarcida. As participações individuais e o tamanho mínimo da indenização podem ser significativamente menores para tornar economicamente viável a busca pelo ressarcimento, e dessa forma preserva-se com mais eficácia a propriedade de quem fora lesado.

II.II.III.V. O mesmo problema, sob regra de extinção com manutenção de incentivos

163. Ainda é possível cogitar de um sistema distinto dos dois já simulados, com características próprias o suficiente para constituir uma terceira ideia geral. Trata-se de regra bem parecida com aquela a que chegou o parecerista Prof. FREDIE DIDIER, JR.: com a propositura da ação pela companhia, haveria a extinção da ação derivada, mas com preservação do prêmio de 5%. Entendo que seria mais realista, contudo, preservar além dos 5% de prêmio, os 20% de honorários (ainda que estes apenas parcialmente) – mas a análise econômica é estruturalmente muito semelhante, seja com manutenção só do prêmio, seja com a manutenção de ambos os incentivos.

164. Antes de voltar à pura análise de resultados e estratégias, faço uma breve digressão para alguns fundamentos jurídicos pelos quais a regra ora sugerida poderia ser entendida como aplicável. Tanto o prêmio de 5% quanto os honorários de 20% são direitos patrimoniais de seus titulares. Na medida em que a companhia - percebida aqui como o conjunto dos demais acionistas – se beneficia do rompimento da inércia promovido (e pesadamente custeado) pelo autor da demanda derivada, ela recebe um enriquecimento sem causa. O autor e seus advogados seriam privados de direito patrimonial, sem que tenham dado causa a essa perda. Por fim, com a extinção sem resolução do mérito por perda superveniente de interesse, o princípio da causalidade na sucumbência impediria que fosse o autor condenado a pagar os honorários sobre o valor pleiteado. De outro lado, tampouco seria compatível com o princípio da sucumbência que o controlador fosse condenado a pagar honorários ao autor da ação derivada sem resolução de seu mérito, especialmente não tendo dado causa a essa perda do interesse (na hipótese, por exemplo, de não ter participado da deliberação, como no exemplo dado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pelo caso concreto destes autos). Razoável seria, assim, manter íntegro o prêmio, e quando aos honorários, ou mantê-los também íntegros, ou fazer algum rateio com os patronos da causa proposta pela companhia (apenas, evidentemente, na hipótese de a ação vir a ser julgada procedente).

165. Para ser mais sintético, não irei esmiuçar todos os resultados, já que são variações próximas e os dois modelos anteriores já trazem características suficientes para tratar-se aqui apenas das diferenças específicas.

166. A principal delas é que, para o acionista que queira ingressar com a ação derivada, a propositura de nova ação pela companhia, que extinga a derivada, mas lhe preserve o prêmio e honorários, tende a ser percebida como vantajosa⁵⁵ (lembrando aqui, mais uma vez, a suposição de que os mecanismos de governança funcionem adequadamente). É que em alguma medida seus custos fixos com advogados são reduzidos (quanto mais cedo a companhia propuser sua ação, maior essa economia), e principalmente seu risco de sucumbência é transferido integralmente para a totalidade dos acionistas. Seria, dessa forma, a manutenção dos benefícios particulares com socialização dos custos. Se a ação for procedente, o autor ganha a valorização de sua participação e 25% a mais da indenização (ou 5%, se mantido apenas o prêmio); se improcedente, ele só paga a sucumbência indiretamente, *pro-rata* de sua participação, sendo o desembolso feito pela companhia.

167. Para a companhia, vale a mesma lógica da regra que extingue a ação sem preservação de prêmio ou honorários: ela assume o risco de sucumbência desde que perceba vantagem suficiente numa ação própria para compensar esse risco.

168. Para o controlador, vale a mesma lógica da regra que não extingue a ação: a não propositura de nova ação lhe tende a ser mais vantajosa, pela maior chance de procedência que justifique a assunção de risco de sucumbência pela companhia, e pelo fato de ele

⁵⁵ A tendência seria revertida de maneira equivalente às razões que podem levar a companhia a preferir mover ação própria apesar de assumir risco de sucumbência, ou seja, se o autor da derivada entender (por qualquer razão) que a probabilidade de êxito se ele mantiver a condução da ação é suficientemente maior que a probabilidade de êxito da companhia atuando sozinha, a ponto de a diferença compensar o risco.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sofrer as consequências da parte da sucumbência que a companhia lhe pagará em caso de improcedência.

169. Há uma questão adicional na formação da estratégia da companhia e do controlador, própria deste sistema de extinção da ação derivada com preservação do prêmio e honorários (ou só o prêmio). Ciente de que o restante dos minoritários terá interesse em fazer a companhia propor medida diretamente, se houver a percepção de maior chance de êxito nessa nova medida, o autor da ação derivada pode optar por uma estratégia de não investir tantos recursos na condução da ação. Os demais minoritários (e a administração, já que a hipótese é de lealdade integral à coletividade dos acionistas) teriam interesse em propor ação para evitar o julgamento desfavorável. Ao mesmo tempo, os demais minoritários e a administração, cientes de que o autor da derivada pode ter esse comportamento, terão ainda mais tendência a querer propor a ação, fazendo-o tão logo quanto possível para evitar prejuízos de uma condução sub-ótima pelo autor da derivada, o que por seu turno aumenta a economia deste com os custos fixos, e aumenta ainda mais a discrepância entre benefícios privados e custos socializados.

170. Sob esta regra, portanto, o problema de ação coletiva que impede o ressarcimento de prejuízos causados à companhia pode até ser virado ao avesso. O limite para tornar vantajosa a propositura de ação derivada pode ser superado ainda mais facilmente, pois na consideração inicial de cada minoritário entra a possibilidade de que, caso os demais minoritários ou a administração entendam que suas chances podem ser melhoradas, uma nova ação será proposta, reduzindo seus custos fixos, mantendo para si seus bônus e socializando com os demais acionistas seu maior ônus, que é o risco de ter de pagar honorários de sucumbência ao controlador na improcedência da medida.

171. Sob o ponto de vista do ressarcimento, ainda se tem um cenário positivo, pois a coletividade de acionistas ainda está numa situação mais favorável do que se o problema de ação coletiva representar um obstáculo intransponível para a obtenção da indenização; porém, como os custos têm maior chance de serem socializados com manutenção de benefícios privados, há menos incentivo ao investimento na ação derivada por parte de quem a propõe. Esse desincentivo ao investimento também ocorre pela incerteza por parte



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

do potencial autor da ação derivada sobre ter controle da defesa dos interesses da companhia até o fim. Ambos levam, na margem, a uma maior ocorrência de litígios de menor qualidade, que representam desperdício de recursos. Por contraste, na regra em que não há a extinção da ação derivada seu autor não tem chance de escapar do risco de sucumbência e é levado a investir mais na construção e condução de seu litígio.

II.II.III.VI. Conclusões sobre consequências das diferentes regras sob discussão

172. Nesta seção, buscou-se fazer a construção e apresentação das análises dos sistemas de incentivos decorrentes das três regras que as diferentes interpretações da lei mencionadas nos autos, que aqui se presumem compatíveis com a Lei das S.A., no que tange às consequências de uma propositura de ação indenizatória pela companhia quando já em curso uma ação derivada: não extinção automática, extinção completa, e extinção da ação com preservação do prêmio de 5% (e de parte ou totalidade dos honorários de 20%).

173. Desses três sistemas de normas, as análises empreendidas indicam que o que organiza os incentivos econômicos com as perspectivas mais eficientes de reparação é o que não acarreta a extinção da ação derivada, mantendo-a em curso em paralelo com a proposta pela companhia. Com a certeza de recebimento dos incentivos em caso de sucesso, esse sistema: (i) possibilita a superação do problema de ação coletiva a partir de razoável probabilidade estimada de condenação; (ii) requer investimentos substanciais para construir causas meritórias, dado o risco de sucumbência intransferível, fazendo o patrimônio da coletividade de acionistas ser mais bem defendido; (ii) a ter necessidade de sujeitar-se ao risco de sucumbência em menos ocasiões. Em suma, é uma regra que parece trazer menores custos para as companhias para reaver indenizações em eventuais litígios contra seus controladores.

174. Em segundo lugar – um distante segundo lugar – vem a preservação do prêmio integral e parte proporcional dos honorários, com extinção da ação proposta anteriormente por acionistas. É mais eficiente que a extinção pura e simples, porque ainda mantém incentivo para alguém ter condições de sair da condição de *free rider* e incorrer



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

nos custos de propor ação, mas com a redução desse incentivo causada pela incerteza sobre manter atuação direta no processo, levando a menos investimentos e piora na qualidade das causas (cf. §§170-171), especialmente porque se os demais acionistas deliberarem que a companhia mova ação própria, o autor da derivada conservaria os bônus mas transferiria o risco de sucumbência para a coletividade (companhia).

175. Por fim, a regra de extinção pura e simples é a que gera maior ineficiência econômica, quanto às indenizações que seriam devidas e que terminam não sendo pleiteadas. Afinal, mesmo sem supor violação de deveres por qualquer dos envolvidos, haverá alta probabilidade de os demais acionistas (controladores, cf. §§152-154, e mesmo os demais minoritários, cf. §§147-151) terem interesse legítimo em fazer a companhia mover ação própria, por considerarem que isto traz melhora em sua posição particular, de modo que, sabendo que isso ocorreria num segundo momento, cada acionista individual no primeiro momento não optará por iniciar a ação derivada. Isto faz com que os incentivos voltados a resolver o problema de ação coletiva tornem-se inócuos e perdas maiores possam ser impostas a investidores, sem viabilidade prática de recuperação.

II.II.IV. Considerações jurídicas à luz da análise

- *Interpretação teleológica conforme Lei de Introdução ao Direito Brasileiro*

176. Como já afirmado, uma regra ser mais eficiente que outra não é razão jurídica, suficiente por si só, para fazê-la prevalecer. Porém, havendo obscuridade sobre qual o sentido exato da norma, há determinação legal que se busque o objetivo por ela pretendido (Lei de Introdução, art. 5º). É fora de dúvida, por declaração direta na exposição de motivos⁵⁶ da Lei das S.A. e por relatos dos autores do seu anteprojeto⁵⁷, que um dos

⁵⁶ “O § 2º do artigo 247 [numeração que o dispositivo em questão tinha no anteprojeto encaminhado ao Congresso] procura assegurar condições para que os **acionistas minoritários** prejudicados por atos ilegais de administradores de sociedade possam **pedir a proteção judicial** dos seus direitos”.

⁵⁷ “Não é razoável esperar que algum acionista pretenda gastar anos numa ação, discutindo com o acionista controlador, e no final não receber nada, quando muito o reembolso das despesas. Então, somente neste caso onde os agravos das minorias entre sociedades coligadas e controladas é que se estabelece um prêmio **para motivar o acionista pequeno** a realmente promover a responsabilidade do acionista controlador” – **JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA**, em congresso realizado antes de a lei entrar em vigor. ABRASCA, *Simpósio sobre o anteprojeto de Lei das S.A.*. São Paulo: Ed. Abril, 1976, pág. 84, *apud* BUSCHINELLI, G. S. K, BRESCIANI, R. H. *Aspectos Processuais da Ação de*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

objetivos da lei sempre foi o de dar instrumentos aos minoritários para buscar reparação em caso de abuso. Como analisado no tópico anterior, mesmo sob integral cumprimento de deveres por todos os envolvidos, esse objetivo seria prejudicado com a possibilidade de extinção da ação derivada regularmente proposta⁵⁸.

- *Interpretação pela negociação ideal: expressa previsão no Código Civil*

177. No Código Civil, determina-se que a interpretação do negócio jurídico deve buscar o sentido que represente a negociação ideal a que chegariam as partes se tivessem contratado acerca da matéria (art. 113, §1º, V), *inferida das demais disposições* do negócio, sob *racionalidade econômica* e com as informações disponíveis no momento da celebração⁵⁹. Entre seus acionistas, a companhia constitui um negócio jurídico (contrato de sociedade, nos termos do art. 981 do Código Civil), regido pelas disposições específicas do estatuto e pelas disposições gerais da lei (argumento já desenvolvido no §75, no primeiro quesito). Como se extrai das análises empreendidas, os acionistas não detentores do controle têm vantagens econômicas se abrirem mão, *ex ante*, da faculdade de poderem extinguir a ação proposta por um deles mediante proposição de uma nova pela companhia, pois sabem que, sem terem essa faculdade, torna-se muito mais provável que algum deles tome a iniciativa de buscar a indenização em favor de todos (movido pela segurança de receber prêmio e honorários).

178. Na própria Lei das S.A., há a impossibilidade de elisão, ainda que pelos próprios acionistas (pois nem o estatuto nem a assembleia geral a podem prever) dos instrumentos legais voltados a assegurar seus direitos. É o que dispõe seu art. 109, §2º. Como se expôs na resposta ao primeiro quesito, não se mostra totalmente evidente que a racionalidade econômica das partes necessariamente escolheria a desnecessidade de assembleia prévia. O art. 109, §2º parece apresentar um obstáculo a tal ajuste hipotético,

Responsabilidade de Controlador movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social. In: YARSELL, F. L., SETOGUTI, G.(coord.). São Paulo: Quartier Latin, 2015, pág. 252.

⁵⁸ Bem nesse sentido decidiu o Tribunal Arbitral: (...) o entendimento de que a ação proposta pela companhia prevalece sobre a ação proposta pelo acionista minoritário vai contra a finalidade da ação de responsabilidade contra o controlador (...) este entendimento tornaria inúteis os incentivos criados pelo legislador para que os acionistas minoritários de fato buscassem a responsabilização dos controladores (...) Caso a companhia pudesse, a qualquer momento, ajuizar ação idêntica à já proposta pelos acionistas, provocando sua extinção sem julgamento de mérito, os acionistas arcairiam com os custos da propositura e perderiam os incentivos legais (...).

⁵⁹ Além, é claro, de outros critérios interpretativos, mas que parecem ter menos aplicabilidade e relevância no contexto da questão ora examinada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

mas como é possível enxergar benefícios coletivos da necessidade de assembleia prévia, o obstáculo do art. 109, §2º não parece ser tão peremptório contra aquela regra. Por outro lado, no que tange a este segundo quesito, esse obstáculo mostra-se intransponível: de um lado, a regra que sujeita a ação corretamente proposta à possibilidade de extinção mostra-se deletéria a toda a coletividade de acionistas não-controladores numa companhia, de modo que racionalmente eles nunca a aceitariam *ex ante*; de outro, esse efeito de praticamente anular a chance de alguém processar o controlador em nome da coletividade nitidamente se enquadra no que veda o art. 109, §2º.

- *Condição resolutiva da legitimidade extraordinária: nulidade expressa*

179. A tese sustentada pelos ilustres pareceristas da Companhia é que, sendo a companhia a legitimada ordinária, sua ação deveria prevalecer sobre a do legitimado extraordinário, extinguindo-a ainda que esta tenha sido proposta anteriormente. Note-se que não se está aqui tratando de especificidades do caso concreto: a norma *geral* enunciada nos referidos trabalhos significaria que, ainda que completamente regular a ação proposta por minoritário, uma subsequente decisão da companhia de propor nova ação extinguiria a primeira. Como o parecer do Prof. YARSHELL bem descreve, seria uma *condição resolutiva* a que o direito do acionista de agir em nome da companhia estaria sujeito.

180. Além das incompatibilidades legais já mencionadas – contrariar a finalidade da norma (Lei de Introdução), não corresponder a uma negociação racional das partes (Código Civil) e elidir instrumento assecuratório de direito de acionista (Lei das S.A.), essa regra de extinção automática não poderia ser adotada nem mesmo que por expressa convenção, seja em regulamento de câmara de arbitragem, seja em estatuto de companhia, seja em acordo de acionistas, e isso mesmo que a Lei das S.A. não tivesse o art. 109, §2º. É que essa regra viola um preceito dos mais básicos da validade de negócios jurídicos: a vedação à condição puramente potestativa. Sujeitar-se um conjunto de direitos e obrigações entre partes distintas ao completo arbítrio de uma delas nega a própria ideia do livre acordo de vontades, essencial às relações patrimoniais privadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

181. Em termos do direito das obrigações, o que se diz quando se afirma que o direito do acionista de agir como substituto processual desaparece e sua ação é extinta pelo simples fato de os demais acionistas deliberarem que irão propor ação pela companhia?

182. No *negócio jurídico* que a companhia materializa entre seus acionistas, entre cada potencial autor de ação derivada contra acionista controlador e os demais acionistas, existem as *cláusulas* previstas na Lei das S.A. segundo as quais a ação pode ser promovida. Há as obrigações: o acionista deve ter percentual mínimo de participação ou depositar a caução (e para alguns há também a obrigação de realizar prévia assembleia), deve arcar com os custos e pagar a sucumbência se vier a perder o litígio; e tem os direitos: receber prêmio de 5% e honorários de 20% (para seus advogados, caso não contrate diversamente) adicionais do controlador, se vier a vencer a disputa. Quem ingressa numa companhia aceita tais cláusulas para reger sua relação com os demais participantes.

183. Daí, a regra sustentada pelos pareceristas impõe uma condição resolutiva a esse negócio jurídico específico de recuperação de valores em prol da coletividade. Porém, essa condição não advém de um evento da natureza, futuro e incerto; ela decorre literalmente da pura vontade dos demais integrantes dessa relação jurídica. Essa seria uma clara instância de condição puramente potestativa, que sujeita o negócio ao arbítrio de partes dele integrantes, algo que o direito privado rejeita, inclusive com expressa menção no Código Civil (art. 122).

184. Não há como considerar compatível tal regra com o ordenamento jurídico. Não se trataria de risco, mas sim de sujeição de direitos patrimoniais à vontade alheia, qual seja, a dos demais acionistas numa companhia, que teriam enriquecimento sem causa ao beneficiar-se de parte dos efeitos dos esforços de quem se arriscou a propor a ação derivada, ao mesmo tempo em que retirariam deste os direitos que compuseram a contrapartida que justificou sua atuação inicial.

185. Em síntese, uma vez integrados a seu patrimônio tais direitos, decorrentes de atos jurídicos processuais, ato volitivo de outras partes do negócio jurídico não os poderia extinguir. A dita *condição resolutiva* seria nula. Ora, se nem as próprias partes poderiam



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

adotar tal regra para si, voluntariamente e no início de sua relação jurídica, não o poderia tampouco o julgador que em última análise lhes substitui a vontade⁶⁰⁻⁶¹.

⁶⁰ Não só a deliberação dos demais acionistas, como nem mesmo a lei poderia fazê-lo. Nas palavras do Eminentíssimo Min. do STF, Luiz Fux: “[A] realidade é que todo e qualquer novel diploma de processo (...) deve respeitar o ato jurídico-processual perfeito e os direitos processuais adquiridos e integrados no patrimônio dos sujeitos do processo. (...) O mesmo raciocínio impõe-se caso a decisão contemple ao vencedor custas e honorários e uma nova lei venha a extinguir a sucumbência nesta categoria de ações. Nesta hipótese, o direito subjetivo processual à percepção daquelas verbas segundo a lei vigente ao tempo da decisão não deve ser atingido”. O novo CPC e a segurança jurídica normativa. Conjur, 2016. Disponível em: www.conjur.com.br/2016-mar-22/ministro-luiz-fux-cpc-seguranca-juridica-normativa.

⁶¹ Convém notar que apenas o Prof. YARSELL emprega expressamente a denominação de *condição resolutiva* em seu parecer para se referir à regra de extinção automática. Porém, o equivalente ocorre nos demais trabalhos, como a seguir se transcreve. (As páginas referem-se aos respectivos pareceres e os grifos são adicionados, salvo quando especificado). FLÁVIO LUIZ YARSELL: “[A]inda que, por hipótese, se admitisse haver legitimidade ativa extraordinária dos acionistas no momento da instauração da primeira arbitragem, fato é que **a posterior e regular iniciativa da companhia esvaziou aquela prerrogativa e deixou exposta a ausência completa de interesse (material) juridicamente protegido aos acionistas. Então, diante da arbitragem (...) instaurada pela parte ordinariamente legítima, cessou a legitimidade extraordinária dos acionistas e, com isso, evidenciou-se a ilegitimidade superveniente**” (p. 11). ...[O] exercício (...) da legitimação extraordinária se deu (...) **sob condição resolutiva**, isto é, sujeita à extinção diante da regular e oportuna iniciativa da própria sociedade” (p. 13 – grifos originais). JOSÉ ROGÉRIO CRUZ E TUCCI: [A] verificação, no curso da demanda, da **superveniência de fato extintivo, qual seja a instauração da arbitragem**, requerida pela [companhia], apresenta-se análoga à situação contemplada no art. 447 do Código de Processo Civil português, de “inutilidade superveniente da lide”, que se configura exatamente quando **o autor perde o interesse processual durante a pendência da ação**” (p. 42). Note-se que a referência ao “art. 447” do código processual português é equivocada. A *inutilidade superveniente* está prevista no atual art. 277 do CPC de Portugal, que é de 2013; a obra referenciada pelo parecerista nesse trecho, porém, é de 1989 – escrita, portanto, sob o código de 1961, em que o art. 287 previa o instituto. O que havia no código de 1961 próximo à matéria (e ao art. 447, que tratava apenas das *custas processuais*) era o art. 450, que tratava da *repartição de custas* (repetido com mesma redação no código atual, art. 536). Aliás, a solução análoga ao previsto no código português sobre repartição de custas em caso de inutilidade superveniente é que quem deveria pagar as “custas” seria a companhia, pois a lei portuguesa consagra o princípio de que quem dá causa à inutilidade superveniente é que deve pagar as custas (art. 450, nº 3). Quando ninguém dá causa, são repartidas em partes iguais (art. 450, nº 1). Ou seja, a seguir a analogia proposta, seria alcançada uma solução parecida com a proposta pelo Prof. FREDIE DIDIER JR., pois tendo a companhia dado causa à perda superveniente de interesse, esta teria de arcar com as custas – de que no direito português os honorários podem ser exigidos (como esclarecem o antigo art. 454 e atual 540). NELSON EIZIRIK: “[A] legitimação ordinária da companhia, enquanto titular da relação jurídica de direito material e destinatária da coisa julgada a ser formada, deve prevalecer em comparação à legitimação extraordinária dos acionistas (...). Assim, **na hipótese de já haver demanda instaurada por minoritários, como substitutos processuais, e a companhia, em momento subsequente (...) venha a ajuizar demanda baseada no mesmo pedido e causa de pedir, em face dos mesmos réus, ocorre a perda superveniente do interesse de agir dos substitutos processuais, devendo se solucionar a hipótese de litispendência conferindo-se preferência à demanda movida pela companhia**” (p. 39). HUMBERTO THEODORO JÚNIOR: “O que acontece na conjuntura em que **a ação do substituído é posterior à do substituto** é a perda superveniente da legitimação do último por fato processual novo” (p. 20). Em outra passagem, contudo, o parecerista faz uma exceção a essa afirmação, ao dizer que não haveria essa perda se as ações fossem judiciais e não arbitragens: “Se as ações tramitassem na justiça comum, a solução seria bastante simples: reunião dos processos para julgamento em conjunto, permitindo que todos os legitimados participassem da formação do convencimento do juiz” (p. 31-32). Ora, se “todos os legitimados” incluem os extraordinários, é porque o trecho anterior não tem todo o alcance com que é enunciado. FREDIE DIDIER JR.: “O fato de o processo arbitral instaurado pela companhia-substituída ser posterior não impede que ele seja considerado o preferencial. (...) Os acionistas-substitutos cumpriram seu papel de defender a companhia-substituída **enquanto ela não tinha autorização para agir em nome próprio; concedida a autorização, a razão de sua atuação subsidiária cessa**” (§147). Reconheça-se, contudo, que o Prof. DIDIER chega a tal conclusão calcado em particularidades relativas às regras de arbitragem, e não de maneira irrestrita como os demais. Em outros trechos, o jurista reconhece que os procedimentos deveriam ser reunidos se fossem judiciais – o que afasta que seja *regra geral* que o exercício posterior, pelo substituído, da legitimidade ordinária extingue a legitimidade extraordinária do substituto que ingressou antes em juízo: “Caso essa situação ocorresse entre processos que tramitam no Poder Judiciário, a solução seria razoavelmente mais fácil: reunião dos processos perante o juízo prevento” (§135).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II.II.IV. Institutos e precedentes em matérias análogas: extinção sem paralelos

186. Como já evidenciado, tudo indica não ter havido no país até hoje (ou ao menos não ter chegado a tribunais superiores) caso semelhante em sede societária, de identidade de causas e exercício concorrente de legitimidades entre substituto e substituído em ações de responsabilidade contra acionistas controladores. Porém, o fenômeno ocorre com frequência em outras esferas em que há a legitimação extraordinária e direitos coletivos em disputa.

187. As ações de responsabilidade contra administradores ou acionistas controladores têm semelhança, no plano concreto, com as ações coletivas. Num plano estritamente formal, as ações de responsabilidade não se enquadrariam nas definições tradicionais de *ação coletiva*⁶², porque buscam a satisfação de um direito “individual”: o da companhia. Ela é a parte da relação jurídica material, porque destinatária da indenização quando procedente a medida. Porém, concretamente, em termos de realidade econômica, quando a companhia é lesada, a lesão prejudica todos os seus acionistas (ou quando lesada por um controlador, todos os acionistas não controladores). Juridicamente, a lesão é apenas indireta, como corolário da personalidade jurídica e autonomia patrimonial, mas como os acionistas têm direito a receber o resultado financeiro do uso do patrimônio da pessoa jurídica na realização das atividades empresárias, esse direito gera menos resultado quando o patrimônio social (juridicamente uno, mas economicamente comum) é reduzido.

188. Daí a semelhança. A ação de responsabilidade, seja *ut singuli*, seja *ut universi*, busca realizar um interesse econômico que todos os acionistas (ou todos os não controladores, conforme o caso) têm em comum. Na prática, existe mesmo um direito comum a todos: o direito *a que a companhia exerça seu direito* contra quem a tenha lesado. Esse é o direito a que correspondem os deveres dos administradores, de zelar pelo

⁶² E.g., *Conceito de Processo Jurisdicional Coletivo*, de FREDIE DIDIER JR. e HERMES ZANETI JR., em que afirmam os autores: “O processo é coletivo se a relação jurídica litigiosa é coletiva. (...) Se a relação jurídica litigiosa envolver direito (situação jurídica ativa) ou dever ou estado de sujeição (situação jurídica passiva) de um determinado grupo, está-se diante de um processo coletivo. (...) o núcleo do conceito de processo coletivo está em seu objeto litigioso: coletivo é o processo que tem por objeto litigioso uma situação jurídica coletiva ou passiva”. Revista do Ministério Público do Rio de Janeiro, n. 53, jul/set 2014, pág. 58.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

patrimônio da sociedade e fazê-la buscar o lucro. Nesse sentido, embora não se esteja aqui sustentando, absolutamente, que as ações societárias seriam “coletivas” no sentido jurídico, é de se notar como conceitos de “direito coletivo” em sentido estrito têm grande aproximação com esse direito que os acionistas, individualmente ou como classe, possuem. Veja-se o exemplo positivado no CDC (art. 81, II): *direito transindividual*: não é apenas um acionista que o tem, mas todos; *de natureza indivisível*: não há como se buscar indenização individual, ou todos os acionistas buscam (através exatamente da atuação da companhia), ou nenhum busca; *de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas*: o grupo ou classe de acionistas, ou de acionistas não controladores (conforme o caso); *ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base*: a ligação dá-se exatamente por força da relação jurídica base, que a companhia materializa, e é com ambos os polos: entre si e com a parte contrária, qualquer que seja esta.

189. A semelhança econômica com a ação popular é também evidente. Dá-se a legitimação extraordinária a qualquer do povo para defender o patrimônio público, sem que isto negue a representatividade dos órgãos de controle⁶³. Há ali também um equivalente problema de ação coletiva (na acepção econômica), de benefícios individuais limitados face aos custos de se perseguir a causa, o que explica ser tão rara sua ocorrência no país.

190. A matéria das ações coletivas conta com dispositivos legais voltados a evitar uma parte importante das dificuldades práticas da substituição processual, que dada a frequência com que os desafios práticos aparecem, vão além da especificidade do diploma onde estão previstos. No já citado CDC, por exemplo, seu art. 104 dispõe que ações coletivas que tratam de direitos coletivos não geram litispendência para ações individuais. Essa regra é compatível com o entendimento do STJ no Acórdão do Conflito de

⁶³ O trecho seguinte, de JOSÉ AFONSO DA SILVA, é transcrito em diversos julgados de ação popular: “O nome ação popular deriva do fato de atribuir-se ao povo, ou a parcela dele, legitimidade para pleitear, por qualquer de seus membros, a tutela jurisdicional de interesse que não lhe pertence, ut singuli, mas à coletividade. O autor popular faz valer um interesse que só lhe cabe, ut universis, como membro de uma comunidade, agindo pro populo. (...) Ela há de visar a defesa de direito ou interesse público” (Direito Constitucional Positivo, 26ª ed., Malheiros, 2006, p. 462). Esse trecho pode ser parafraseado para descrever a ação social de responsabilidade com poucas alterações (em itálico a seguir): O nome ação social deriva do fato de atribuir-se ao quadro societário, ou a parcela dele, legitimidade para pleitear, por qualquer de seus membros, a tutela jurisdicional de interesse que não lhe pertence, ut singuli, mas à coletividade por meio da companhia. O autor derivado faz valer um interesse que só lhe cabe, ut universis, como membro de uma sociedade, agindo pro societas”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Competência, de o substituído não poder ser privado da oportunidade de defender seus interesses em juízo porque um substituto iniciou essa defesa antes que o substituído a iniciasse.

191. Não se trata de interpretação estrita da tríplice identidade no sentido de as partes processuais não serem as mesmas. A jurisprudência do STJ é firme ao verificar a identidade de partes como os beneficiários dos efeitos da sentença⁶⁴, de modo que quando duas ou mais ações coletivas são propostas por legitimados extraordinários distintos, o STJ já decidiu que há litispendência⁶⁵.

192. A regra prevista no CDC é aplicada pelos tribunais para relações sem natureza de consumo, tais como de trabalho, em que também há legitimidade concorrente para defesa de direitos. Os sindicatos têm legitimidade para representar empregados em reclamações trabalhistas. Quando o titular do direito ingressa em juízo, pendente a lide proposta por sindicato, tribunais regionais por vezes extinguem a do autor individual por litispendência, que o TST reforma sob lógica parecida com a que fundamenta a posição do STJ no Conflito de Competência, i.e., o titular do direito não poderia ser tolhido de se fazer representar em juízo apenas porque substituto tomou a iniciativa anteriormente. O TST consolidou sua jurisprudência sobre não ocorrer litispendência nesses casos, com base no art. 104 do CDC, que diz “*aplicável ao microsistema de direitos coletivos*”⁶⁶.

⁶⁴ Como expresso nesta passagem (grifos adicionados): “[N]as ações coletivas, para efeito de aferição de litispendência, a identidade de partes deverá ser apreciada sob a ótica dos **beneficiários dos efeitos da sentença**, e não apenas pelo simples exame das partes que figuram no polo ativo da demanda, ainda que se trate de **litispendência entre ações coletivas com procedimentos diversos**, como a Ação Civil Pública (procedimento regulado pela Lei 7.347/1985; Ação Popular (procedimento regulado pela Lei 4.717/1965); pelo Mandado de Segurança (procedimento regulado pela Lei 12.016/2009); pela Ação de Improbidade Administrativa (procedimento regulado pela Lei 8.429/1992), etc”. AgRg/REsp 1.505.359/PE, Rel. Min. Herman Benjamin, 2ª Turma, DJe 30.11.2016. REsp 1.168.391/SC, Rel. Min. Eliana Calmon, 2ª Turma, DJe 31.05.2010; REsp 925.278/RJ, Rel. Min. Arnaldo Esteves Lima, 5ª Turma, DJe 08.09.2008; RMS 24.196/ES, Rel. Min. Felix Fischer, 5ª Turma, DJ 18.02.2008, p. 46.

⁶⁵ Ementa: Recurso especial. Processual Civil. Ação civil pública. Identidade de beneficiários. Legitimado extraordinário. Substituição processual. Litispendência entre ações coletivas. Ocorrência. Recurso provido. 1. Segundo a jurisprudência do STJ, nas ações coletivas, para análise da configuração de litispendência, a identidade das partes deve ser aferida sob a ótica dos possíveis beneficiários do resultado das sentenças, tendo em vista tratar-se de substituição processual por legitimado extraordinário. 2. Recurso especial provido para extinguir o processo sem julgamento do mérito. REsp 1.726.147, 4ª Turma, rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, DJe 21.05.2019.

⁶⁶ Diversos precedentes, como: RR-1048-05.2010.5.01.0482, 4ª T., Rel. Min. G. Augusto Caputo Bastos, DEJT 28/06/2019; RR - 1338-15.2013.5.01.0482, Rel. Mini. Lelio Bentes Corrêa, 1ª T., DEJT 23/02/2018; AIRR - 287-74.2013.5.03.0138, Rel. Min. Maria Helena Mallmann, 2ª T., DEJT 23/02/2018, entre outros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

193. Apesar de todas essas semelhanças, contudo, e com tantas instâncias em que podem ocorrer fenômenos de litispendência, total ou parcial, ou continência, e concorrência entre legitimação ordinária e extraordinária, não foi possível encontrar registro, em qualquer desses assuntos, de dispositivo legal, princípio jurídico, entendimento doutrinário, ou precedente judicial, que determinasse a extinção sem julgamento do mérito da ação regulamente iniciada *antes*⁶⁷.

194. Ou há litispendência e se extingue aquela que iniciou *depois*, ou, nas diversas hipóteses em que não se extingue o processo mais novo – por qualquer causa – o processo mais antigo sempre subsiste, seja com reunião de processos, seja com julgamentos autônomos. Solução há de ser possível sem que se permita privar de direitos legitimamente constituídos, por decisão de partes a quem a iniciativa beneficiou, quem exerceu regularmente suas faculdades sob as regras vigentes⁶⁸.

II.II.V. CONCLUSÃO SOBRE O SEGUNDO QUESITO DA CONSULTA

195. A tese da extinção da ação anterior por prevalência da legitimação ordinária da companhia, ainda que regularmente iniciada a ação derivada, não inclui indicação de dispositivo legal que preveja direta ou indiretamente essa conclusão. A construção pode ser resumida pela ideia de que a companhia pode defender seus interesses de maneira mais adequada que um acionista (seja por questões práticas, como menores custos e possibilidade de realização de acordo, seja por nomenclaturas formais, tais como “vontade da verdadeira titular do direito”, “real titular do direito material”). Isto não se nega. O que se questiona é se a extinção automática da ação mais antiga deveria necessariamente decorrer dessa necessidade, que realmente é pertinente, de a companhia

⁶⁷ Não se está afirmando que não exista; porém, as pesquisas empreendidas para elaboração deste voto não o localizaram. Se houver, pode-se desde já atentar-se para duas questões chave: o autor da ação mais antiga *deu causa*, por alguma conduta ou omissão próprias, a alguma razão pela qual o órgão julgador, o jurista ou a norma legal determinou a extinção? O autor da ação mais nova seria de alguma forma *necessariamente impedido* de exercer seu direito, pelo exercício da legitimidade extraordinária? Sem que haja resposta positiva a qualquer dessas questões, o hipotético entendimento ou regra representaria violação a atos regularmente praticados e a legítima expectativa de direitos por quem ingressou com a ação mais antiga.

⁶⁸ Se a hipótese tem o fator complicador da arbitragem e a reunião não for viável, por falta de acordo sobre árbitros ou demais elementos da arbitragem, parece aplicar-se o art. 7º da Lei nº 9.307/96, e o Judiciário nomearia árbitros e supriria demais condições a que as partes não chegassem de comum acordo. No limite, o próprio Judiciário julgaria as demandas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

poder fazer-se representar por seus órgãos típicos caso seus acionistas entendam ter à disposição mecanismos eficientes para administrar potenciais conflitos de interesse.

196. A companhia deve poder fazer-se representar? Isto é legítimo, mesmo que alguém tenha entrado antes. A representação pelos órgãos de administração pode ter vantagens? Pode. (Também pode ter desvantagens, mas para contrapor vantagens e desvantagens em cada caso servem as deliberações). Mas daí concluir-se que a ação mais antiga deve ser *extinta*? É um *non sequitur*. As premissas podem ser verdadeiras, mas falta a premissa maior para completar o silogismo, que seria a regra jurídica ou critério de integração que lhe fizesse as vezes.

197. Diferentes regras poderiam cumprir esse papel, sem que fosse necessário algo especificamente voltado a ações de responsabilidade societárias: uma regra que dissesse que a legitimidade não pode ser exercida simultaneamente por substituto e substituído, devendo prevalecer quem tivesse melhores condições efetivas de postular o direito, por exemplo, forçaria a escolha mutuamente exclusiva entre as ações⁶⁹. Porém, os precedentes referidos nesta seção mostram que o direito brasileiro acolhe a convivência de ações quando uma é movida por legitimado ordinário após o legitimado extraordinário ter iniciado a demanda. Outra regra possível poderia dizer que a regra da antiguidade como definição de prevenção é excepcionada se a ação mais nova tiver sido proposta pelo legitimado ordinário e a mais antiga pelo extraordinário, mas tampouco esse critério é observado em ações coletivas.

198. Tais regras hipotéticas não existem em nosso ordenamento. Não se identificou solução parecida em precedentes ou dispositivos legais, que autorizasse o preenchimento da lacuna normativa por uma regra que extinga uma ação que tenha sido regularmente

⁶⁹ Ainda assim seria possível questionar a conclusão de que a primeira ação deveria ser extinta, pois quando se avalia quem seria mais adequado para exercer a pretensão em juízo, deve-se perguntar: mais adequado *para quem*? Mais adequado *para qual finalidade*? A resposta só pode ser *para a coletividade de acionistas e para obter a indenização*, mas como já se demonstrou (§§160) pensar que interessa à coletividade dos acionistas essa regra, apenas pelas aparentes vantagens que poderiam obter *no momento da decisão*, não leva em conta o efeito gerado por *poder ter essa decisão*, de eliminar os incentivos para alguém entrar com a ação derivada num primeiro momento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

iniciada, junto com direitos patrimoniais dela decorrentes, por livre deliberação de interessados distintos do titular desses direitos.

199. Pelo contrário, como demonstrado nos tópicos anteriores, há uma série de características pelas quais tal solução se revela inadequada: ela é oposta às finalidades da lei (de buscar efetiva responsabilização por eventuais abusos), prejudicial aos interesses da coletividade dos acionistas (e portanto incompatível com a interpretação pela negociação ideal – CC, art. 113, §1º, V), vedada pela lei societária ainda que estabelecida em cláusula estatutária (por elidir de instrumento assecuratório de direito, LSA, art. 109, §2º), e reputada nula pelo direito das obrigações ainda que expressamente prevista em qualquer contrato (por sujeitar direito subjetivo a condição puramente potestativa, CC, art. 122); tantas e tamanhas incompatibilidades parecem explicar a ausência de paralelo a tal regra no direito positivo, por mais remota que seja a analogia.

200. Assim, por essas e pelas demais razões desenvolvidas nas subseções deste Título II.I, voto que a resposta ao Item (ii) da Consulta seja de que, na opinião desta Comissão de Valores Mobiliários, **a propositura, pela companhia, de ação de responsabilidade contra o seu acionista controlador após a propositura de ação de responsabilidade promovida pelos acionistas minoritários não acarreta a automática extinção da ação de responsabilidade movida e conduzida pelos minoritários.**

Rio de Janeiro, 28 de fevereiro de 2023.

João Accioly

Diretor