

A RESPONSABILIDADE CIVIL NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E O PROJETO DE LEI Nº 2.925/2023: REFLEXÕES SOBRE A PROPOSTA DE NOVO ARTIGO 27-G DA LEI Nº 6.385/1976

CIVIL LIABILITY IN THE SECURITIES MARKET AND THE BILL No. 2,925/2023: SOME THOUGHTS ABOUT THE PROPOSAL OF NEW ARTICLE 27-G OF LAW No. 6.385/1976

Ricardo Mafra *

RESUMO: O artigo tem como objetivo analisar as alterações no regime de responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários propostas no âmbito do Projeto de Lei nº 2.925/2023, com foco específico na redação do artigo 27-G, a ser incluído na Lei nº 6.385/1976. O problema da pesquisa refere-se às possíveis contradições e omissões contidas no artigo 27-G, que ora deixa de abordar determinadas hipóteses de responsabilização civil de agentes do mercado previstas na legislação, ora aborda a responsabilidade civil desses agentes de forma incompatível com as regras atualmente em vigor. A hipótese examinada e confirmada ao longo do trabalho é de que essas omissões e contradições podem prejudicar – e não aprimorar, como se esperaria – a proteção de investidores, fazendo com que seja necessário ajustar a redação do artigo 27-G proposto pelo Projeto de Lei nº 2.925/2023. A última seção do trabalho fornece sugestão de alteração à redação do dispositivo, para sanar suas imprecisões e adequá-la ao regime de responsabilidade civil dos agentes e participantes do mercado de valores mobiliários. O método utilizado no artigo foi o dedutivo, com base documental e bibliográfica, a partir do estudo de normas legais e textos doutrinários acerca da responsabilidade civil no contexto do mercado de valores mobiliários.

Palavras-chave: mercado de valores mobiliários; Projeto de Lei nº 2.925/2023; responsabilidade civil; participantes do mercado; regulação do mercado de valores mobiliários.

ABSTRACT: This paper aims to analyze the amendments to the civil liability rules in the securities market proposed by the Bill No. 2,925/2023, with specific focus on the wording of article 27-G, to be included in Law No. 6,385/1976. The research problem is related to the possible contradictions and omissions in article 27-G, which fails to address certain situations of civil liability of market participants and incorrectly addresses other circumstances of civil liability of such agents. The research hypothesis examined and confirmed in the paper is that such omissions and contradictions may harm – and not improve, as it would be expected – the protection of investors, making necessary to adjust the wording of article 27-G as proposed by the Bill No. 2,925/2023. The last part of the paper offers a suggestion of amendment to the proposed provision, in order to remedy its imprecisions and make it compatible with the rules of civil liability of market participants currently in place. The research method used in the paper was deductive, based on the review of the applicable laws and regulations, as well as the legal doctrine on the subject.

Keywords: securities market; Bill No. 2,925/2023; civil liability; market participants; securities market regulation.

SUMÁRIO: Introdução. **1.** O projeto de lei nº 2.925/2023: uma breve síntese de seus objetivos e a questão do artigo 27-G. **2.** A efetividade da regulação do mercado de valores mobiliários e a responsabilidade civil. **3.** A responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários: cenário atual. **3.1.** A responsabilidade civil de

* Professor Adjunto de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Mestre (2016) e Doutor (2022) em Direito Empresarial pela UERJ e mestre (LLM) pela UCLA School of Law (2017). Bacharel em direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (2012). Advogado e professor nas áreas do direito societário e empresarial, mercado de valores mobiliários, regulação e defesa da concorrência. E-mail: ricardovmafra@gmail.com / ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-8896-9629>

administradores. **3.2.** A responsabilidade civil de acionistas controladores. **3.3.** A responsabilidade civil da companhia e de emissores de valores mobiliários. **3.4.** A responsabilidade civil de outros participantes do mercado. **4.** Necessária alteração da redação do artigo 27-G proposta pelo PL 2.925/2023. **5.** Considerações finais. Referências.

INTRODUÇÃO

O presente artigo tem como objetivo analisar as alterações no regime de responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários propostas no âmbito do Projeto de Lei nº 2.925/2023 (“PL 2.925/2023”), com foco específico na redação do artigo 27-G, a ser incluído na Lei nº 6.385/1976.

O problema da pesquisa refere-se às possíveis contradições e omissões contidas no artigo 27-G, que ora deixa de abordar determinadas hipóteses de responsabilização civil de agentes do mercado previstas na legislação, ora aborda a responsabilidade civil desses agentes de forma incompatível com as regras atualmente em vigor.

A hipótese provisória a ser examinada é de que essas omissões e contradições podem prejudicar – e não aprimorar, como se esperaria – a proteção de investidores de mercado, tornando necessário o ajuste da redação do artigo 27-G proposto pelo PL 2.925/2023.

O método a ser utilizado na análise ora proposta é o dedutivo, com base documental e bibliográfica, a partir do estudo de normas legais e textos doutrinários acerca da responsabilidade civil no contexto do mercado de valores mobiliários.

Não é a intenção deste trabalho exaurir o estudo do tema. Desse modo, a revisão das normas e textos se limitará aos conceitos essenciais necessários para abordar os problemas verificados na redação do artigo 27-G, conforme proposto pelo PL 2.925/2023.

Para satisfazer os fins propostos para o estudo, este artigo será dividido em quatro seções. A primeira seção se debruçará sobre as diretrizes gerais do PL 2.925/2023, com foco voltado para o artigo 27-G. A segunda seção examinará a importância da responsabilidade civil para a efetividade da regulação do mercado de valores mobiliários. A terceira seção estabelecerá as bases gerais do regime de responsabilidade civil dos agentes que atuam no mercado de valores mobiliários, destacando os aspectos omissos ou contraditórios da redação do artigo 27-G, conforme proposta pelo PL 2.925/2023. Por fim, a quarta seção se dedicará à sugestão de possíveis alterações a serem implementadas no dispositivo.

1. O PROJETO DE LEI Nº 2.925/2023: UMA BREVE SÍNTESE DE SEUS OBJETIVOS E A QUESTÃO DO ARTIGO 27-G

O PL 2.925/2023 propõe a alteração de diversos dispositivos das Leis nº 6.385/1976 e nº 6.404/1976 com relação à responsabilidade civil de emissores de valores mobiliários, assim como de seus administradores e controladores.

Segundo a sua exposição de motivos, o projeto tem como finalidade “aperfeiçoar os mecanismos de tutela privada de direitos de acionistas minoritários contra prejuízos causados por atos ilícitos de acionistas controladores e administradores de companhias abertas”¹.

Cita-se como fundamento das alterações propostas o estudo realizado pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) em parceria com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”), que buscou examinar as deficiências da legislação societária brasileira em relação à proteção de acionistas minoritários.

O estudo identificou algumas barreiras à responsabilização de administradores e acionistas controladores, como a exoneração da responsabilidade de administradores a partir da aprovação sem ressalvas de suas contas (artigo 134, § 3º, da Lei nº 6.404/1976), a alocação dos custos judiciais no caso de ação ajuizada por acionistas minoritários, a necessidade de quórum mínimo para que acionistas ajuízem ação contra administradores no caso de sua não aprovação pela assembleia (artigo 159, § 4º, da Lei nº 6.404/1976) ou contra acionistas controladores (artigo 246, § 1º, “a”, da Lei nº 6.404/1976), dentre outros obstáculos².

Esses pontos foram endereçados pelo PL 2.925/2023. Nesse contexto, o projeto, se convertido em lei, dará nova redação ao artigo 134, § 3º, da Lei nº 6.404/1976, para determinar que a aprovação de contas sem ressalvas não exonera o administrador de responsabilidade³.

O percentual para que acionistas ajuízem ação de responsabilidade civil contra administradores no caso de sua não aprovação pela assembleia geral seria reduzido, na companhia aberta, para uma participação de 2,5% do capital social ou cujo valor seja igual ou superior a R\$ 50.000.000,00, conforme nova redação proposta para o artigo 159, § 4º, da Lei nº 6.404/1976⁴. Ademais, o administrador condenado deverá – nos termos do novo § 5º-A do mesmo dispositivo, a ser incluído caso o PL 2.925/2023 seja convertido em lei – pagar aos acionistas minoritários que propuseram a ação um prêmio de 20% sobre o valor da condenação, descontados os honorários de sucumbência⁵.

Critério semelhante será aplicado no caso de ação de responsabilidade civil ajuizada contra o acionista controlador de companhia aberta, na qual, de acordo com a nova redação do

¹ BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de motivos nº 00045/2023 MF*. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2284015&filename=PL%202925/2023. Acesso em 19 de julho de 2023. p. 1.

² ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil*. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>. Acesso em 19 de julho de 2023. p. 8-14.

³ “Art. 134. [...] § 3º A aprovação das demonstrações financeiras e das contas não exonera administradores e fiscais de responsabilidade”.

⁴ “Art. 159. [...] § 4º Na hipótese de a assembleia-geral deliberar não promover a ação, ela poderá ser proposta por titulares de ações que: I - representem, no mínimo, cinco por cento do capital social, nas companhias fechadas; ou II - representem, no mínimo, dois inteiros e cinco décimos por cento do capital social ou cujo valor seja igual ou superior a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), atualizados anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, nas companhias abertas”.

⁵ “Art. 159. [...] § 5º-A O administrador, se condenado, além de reparar o dano e arcar com as custas e as despesas do processo, pagará prêmio de vinte por cento ao autor da ação, calculado sobre o valor total da indenização devida, do qual serão descontados os honorários de sucumbência”.

artigo 246, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, proposta pelo PL 2.925/2023, terão legitimidade os acionistas minoritários cuja participação seja equivalente a 2,5% do capital social ou tenha valor seja igual ou superior a R\$ 50.000.000,00⁶.

Além dessas melhorias, o projeto propõe que seja criado um procedimento de ação coletiva, por meio do qual os investidores lesados poderão se reunir para ajuizar ações de responsabilidade civil pelos danos decorrentes da violação de regras do mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, dispõe o artigo 27-H, *caput*, a ser incluído na Lei nº 6.385/1976 no caso de conversão em lei do PL 2.925/2023:

Art. 27-H. Os investidores legitimados poderão propor, em nome próprio e no interesse de todos os titulares de valores mobiliários da mesma espécie e classe, ação civil coletiva de responsabilidade pelos danos decorrentes de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários.

Por fim, o PL 2.925/2023 propõe a inclusão do artigo 27-G à Lei nº 6.385/1976, com regra de natureza eminentemente de direito material, dispondo sobre hipóteses de responsabilização civil de emissores de valores mobiliários e seus administradores e controladores.

Diz o referido dispositivo:

Art. 27-G. Os administradores de emissores de valores mobiliários serão civilmente responsáveis pelos prejuízos sofridos por investidores em decorrência de ação ou omissão dos emissores em infração à legislação e à regulamentação do mercado de valores mobiliários.

§ 1º A responsabilidade civil de que trata este artigo aplica-se, ainda, aos acionistas controladores do emissor quando a legislação ou a regulamentação impuser a eles diretamente o dever de cumprir a norma infringida, ou quando concorrerem para a prática do ilícito pelos administradores, hipótese em que responderão solidariamente com estes.

§ 2º Os ofertantes e os coordenadores de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, assim como os ofertantes e os intermediários de ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários, também serão responsáveis pelos prejuízos de que trata o *caput*.

§ 3º Nas hipóteses previstas neste artigo, a responsabilização civil dependerá de comprovação de culpa ou dolo.

A redação do artigo 27-G proposta pelo PL 2.925/2023 chama atenção por alguns motivos.

⁶ “Art. 246. [...] § 1º A ação para haver reparação cabe a acionistas que: I - representem cinco por cento ou mais do capital social, nas companhias fechadas; ou II - representem, no mínimo, dois inteiros e cinco décimos por cento do capital social ou cujo valor seja igual ou superior a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), atualizados anualmente pelo IPCA, nas companhias abertas”.

Primeiro, a norma não cria qualquer regra nova de direito material. Seu *caput* dispõe sobre a responsabilidade civil de administradores, não inovando em nada com relação ao artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 e artigo 9º, V e VI, da Lei nº 6.385/1976, que tratam da responsabilidade civil desses agentes.

O parágrafo primeiro, por sua vez, endereça a responsabilidade civil dos acionistas controladores, sem trazer nenhuma regra que já não esteja abrangida pelos artigos 116, parágrafo único (com relação ao dever do acionista controlador), 117 (referente à vedação ao abuso do poder de controle) e 246 (quanto à ação de responsabilidade civil do acionista controlador).

Adicionalmente, em violação à boa técnica legislativa, o projeto tratou de dispor sobre a responsabilidade civil do acionista controlador em um parágrafo, que deveria ser utilizado para complementar ou excetuar a regra do *caput* (vide artigo 11, III, “c”, da Lei Complementar nº 95/1998), e não para estabelecer regra autônoma.

Por fim, o parágrafo segundo do dispositivo determina que os ofertantes e os coordenadores de ofertas públicas de distribuição e aquisição de valores mobiliários serão responsáveis pelos prejuízos de que trata o *caput*.

Novamente, trata-se de dispositivo que repete regras existentes, especialmente aquela prevista no artigo 9º, V e VI, da Lei nº 6.385/1976 e no próprio regime geral de responsabilidade civil do artigo 927 da Lei nº 10.406/2002. Contudo, diferentemente dos dispositivos anteriores, há aqui potenciais alterações que podem ser interpretadas de forma contrária à proteção dos investidores.

Em primeiro lugar, o dispositivo trata da responsabilidade civil do emissor por danos decorrentes de violação das normas que regem as ofertas públicas, mas deixa de tratar – não se sabe se de forma eloquente ou não – da responsabilidade civil do emissor no caso de danos resultantes da violação de outras normas que regem o funcionamento do mercado, principalmente aquelas relacionadas ao mercado secundário.

Além disso, a regra é disposta em parágrafo e determina, ao final de sua redação, que os emissores e coordenadores “*também* serão responsáveis pelos prejuízos de que trata o *caput*”.

Na medida em que o *caput* do artigo 27-G dispõe sobre a responsabilidade civil de administradores, o § 2º do referido dispositivo dá a entender – seja pela redação, seja pela técnica legislativa escolhida – que os emissores e coordenadores de ofertas de valores mobiliários: (i) somente serão responsáveis no caso de violação de normas referentes às ofertas públicas de valores mobiliários, sem tratar de sua responsabilidade – principalmente a do emissor – por violações das demais normas que regem o mercado; e (ii) serão responsáveis apenas em solidariedade com os administradores, pois a responsabilidade dos emissores e coordenadores de ofertas dependeria da caracterização da responsabilidade prevista no *caput* do artigo 27-G (“*também* serão responsáveis”).

Todas essas falhas em conjunto podem fazer com que o PL 2.925/2023 represente um retrocesso – e não um avanço, como pretendido – à proteção de investidores.

2. A EFETIVIDADE DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E A RESPONSABILIDADE CIVIL

A Lei nº 6.385/1976 enumera em seu artigo 4º os diversos objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários, que abrangem o estímulo à formação de poupanças e sua aplicação em investimentos (inciso I), a promoção do funcionamento eficiente e regular do mercado (incisos II e III), a proteção de investidores contra práticas irregulares por participantes do mercado (inciso IV), a coibição de fraudes e manipulação de mercado (inciso V), o acesso do investidor a informações relevantes (inciso VI) e a observância de condições equitativas de mercado e de utilização de crédito (incisos VII e VIII).

O Brasil, a exemplo de países como os Estados Unidos, adotou o regime da divulgação obrigatória de informações como pedra fundamental da regulação do mercado de valores mobiliários⁷. Tal regime apresenta-se como a principal forma de tutelar a confiança dos investidores nos mecanismos de troca⁸ e protegê-los de abusos no uso de informações privilegiadas por agentes internos da companhia (*corporate insiders*)⁹.

Pode-se afirmar que os dois grandes focos da regulação são a repressão de condutas irregulares no mercado e a divulgação de informações aos investidores.

Nesse contexto, o atingimento dos objetivos regulatórios depende do efetivo cumprimento das normas pelos emissores de valores mobiliários e demais participantes do mercado, reprimindo-se práticas irregulares e condutas que prejudiquem a imediata divulgação de informações relevantes aos investidores¹⁰.

Ainda que a Lei nº 6.385/1976 tenha conferido poderes de repressão à CVM, apenas a atuação da administração pública é insuficiente para dissuadir o comportamento ilícito, sendo necessário assegurar a responsabilização de condutas ilícitas também no âmbito civil.

Muito se discute sobre a repressão de condutas ilícitas e a efetividade das normas em assegurar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Em estudo sobre o tema, John C. Coffee Jr. sugeriu que investidores estão dispostos a pagar um valor mais alto por títulos

⁷ TANJI, Marcia. *Mercado de capitais: formas de atuação do Estado*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2013. p. 106-108.

⁸ PITTA, André Grünspan. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 193-194.

⁹ BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976*. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/leis-decretos/lei6385.html>. Acesso em 16 de setembro de 2021. p. 5.

¹⁰ O jurista francês Georges Ripert já comentava, em seu estudo sobre o capitalismo moderno e o papel do direito no auxílio ao dirigismo estatal, que “[a] violação constante da lei habitua os homens a considerar que o que não é respeitado não é respeitável. A lei cai em desuso ou não sobrevive senão a custa de repetidas modificações. [...] É preciso, portanto, para fazer respeitar as regras legais de direção econômica, criar sanções eficazes” (RIPERT, Georges. *Aspectos jurídicos do capitalismo moderno*. Campinas: Red Livros, 2002. p. 268).

negociados em mercados norte-americanos em função da maior efetividade na aplicação de penalidades pelas autoridades do país¹¹.

A análise parte da premissa estabelecida em uma série de estudos realizados por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, que tentaram identificar uma relação de causalidade entre os diferentes estágios de desenvolvimento dos diversos mercados de valores mobiliários nacionais e as características do ambiente institucional (especialmente o ordenamento jurídico) dos seus respectivos países.

Em um dos estudos, os autores concluem, analisando uma amostra de dados de quarenta e nove países, que há uma forte correlação entre estágios avançados de desenvolvimento de mercados financeiros e a existência de proteções legais eficazes a investidores¹².

Um estudo posterior dos mesmos autores concluiu, dentre outras coisas, que países de *common law* apresentam maior efetividade na aplicação das normas do mercado de valores mobiliários do que países de *civil law* de tradição francesa. Adicionalmente, concluíram que países com baixa efetividade na aplicação das leis de mercado de valores mobiliários tendem a desenvolver mecanismos de compensação, como dividendos obrigatórios, e acabam gerando concentração de capital¹³.

A partir dessas afirmações, John Coffee Jr. defende que as diferenças de desenvolvimento dos diversos mercados de valores mobiliários não estão ligadas apenas às características dos quadros normativos de seus respectivos países, mas também (e principalmente) à intensidade da aplicação das normas coercitivas. Um dos pontos que distinguiriam os Estados Unidos dos demais seria o seu sistema privado de responsabilização de infratores, que não possuiria nenhum semelhante em outros países¹⁴.

Mesmo quando os números de ações de responsabilização por infrações das normas do mercado de valores mobiliários em diferentes jurisdições são ajustados para o tamanho de seus respectivos mercados, os Estados Unidos ainda se destacam como líderes na intensidade da aplicação de suas normas¹⁵. Esta vantagem é ampliada de forma significativa quando as ações privadas, e não apenas as ações administrativas, são levadas em consideração¹⁶.

Com base nesses estudos, é possível afirmar que, no mercado de valores mobiliários, a efetividade das normas está diretamente ligada à intensidade de sua aplicação por meio de ações de responsabilização. Na ausência de responsabilização por violações, a regulação do mercado não atinge os objetivos a que se propõe, o que acaba por prejudicar a confiança dos investidores

¹¹ COFFEE JR., John C. Law and the market: the impact of enforcement. *University of Pennsylvania Law Review*, Filadélfia, v. 156, p. 229-311, 2007. p. 233.

¹² LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, Nova York, v. 52, p. 1131-1150, 1997. p. 1132.

¹³ Idem. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, p. 1113-1155, 1998. p. 1151-1152.

¹⁴ COFFEE JR., John C. *Law and the market...* Op. cit. p. 245.

¹⁵ Ibidem. p. 260-262.

¹⁶ Ibidem. p. 266-268.

(o que se reflete no preço que eles estão dispostos a pagar pelos valores mobiliários em negociação).

Exige-se, assim, reconhecer na responsabilidade civil no contexto do mercado de valores mobiliários um fator dissuasório, sendo o desincentivo à conduta infracional necessário para a manutenção do próprio mercado. Desse modo, passa a ser possível vislumbrar a aplicação da responsabilidade civil não apenas de forma retrospectiva, incidindo sobre fatos já consolidados, mas também prospectiva, conformando condutas futuras e incentivando o cumprimento das normas¹⁷.

3. A RESPONSABILIDADE CIVIL NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: CENÁRIO ATUAL

A presente seção buscará – sem a intenção de exaurir o assunto – fornecer uma visão geral das regras atualmente em vigor a respeito da responsabilidade civil de administradores, acionistas controladores, companhias abertas e emissores de valores mobiliários, assim como de participantes do mercado. Esse apanhado ajudará a expor algumas das fragilidades do artigo 27-G proposto pelo PL 2.925/2023.

3.1. A RESPONSABILIDADE CIVIL DE ADMINISTRADORES

Do ponto de vista do direito material, a responsabilidade civil de administradores é regida no artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, que pode ser dividido em duas partes.

A primeira parte do artigo exige o administrador de responsabilidade pessoal pelas obrigações contraídas em nome da sociedade por meio de atos regulares de gestão¹⁸. Ao agir como órgãos da companhia, estabelecendo relações com terceiros, os diretores vinculam a sociedade à vontade manifestada¹⁹.

Quando o diretor pratica ato regular de gestão, imputa-se o ato à companhia, “que por ela responde com exclusividade, não havendo qualquer responsabilidade pessoal do administrador”²⁰. Ainda que a regra não esteja expressa no artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976,

¹⁷ ROSENVALD, Nelson. *As funções da responsabilidade civil: a reparação e a pena civil*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 32.

¹⁸ Conforme a primeira parte do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976: “O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão [...]”.

¹⁹ “Na medida em que ele age como órgão da companhia, no relacionamento com terceiro, estabelece obrigações para a pessoa jurídica, atuando, portanto como seu representante” (EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984. p. 51). Segundo Luiz Antonio Sampaio Campos, “[o] *caput* do artigo 158 deixa claro que o administrador, em regra, não guarda nenhuma responsabilidade pessoal pelas obrigações contraídas em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 873).

²⁰ EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa...* Op. cit. p. 54.

ela é consequência lógica da interpretação do dispositivo: se o diretor não é responsável pessoalmente pelo ato regular de gestão, a única conclusão possível é que a responsabilidade por tal ato é imputável à companhia²¹.

O ato regular de gestão é aquele praticado pelos administradores nos limites das atribuições e dos poderes que lhe são conferidos pela lei e pelo estatuto social. Ao praticar o ato regular de gestão, o administrador está “coberto pelo manto protetor que o isenta de responsabilidade”²². Isso não significa dizer, no entanto, que a companhia está isenta de responsabilidade se o administrador pratica um ato irregular de gestão, pois há inúmeros casos em que a companhia responde mesmo nessa hipótese²³.

A segunda parte do artigo 158, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 estabelece as hipóteses em que o administrador responde pessoalmente pelos seus atos. O administrador poderá ser responsabilizado pessoalmente se: (i) embora agindo dentro de suas atribuições, atuar com culpa ou dolo, sendo esses dois conceitos entendidos como a culpa civil, conforme artigo 158, I, da Lei nº 6.404/1976²⁴; ou (ii) praticar atos com violação da lei ou do estatuto, nos termos do artigo 158, II, da Lei nº 6.404/1976.

A diferença entre os dois dispositivos é objeto de discussão na doutrina, que em geral considera que o inciso I do artigo 158 cria uma responsabilidade civil com culpa, enquanto o inciso II estabelece hipótese de responsabilidade civil sem culpa ou com culpa presumida, invertendo-se o ônus da prova²⁵. Assim, no caso de violação da lei ou do estatuto social, caberia ao administrador demonstrar que, “embora tenha violado a lei ou o estatuto, agiu sem culpa ou dolo”²⁶.

Parte minoritária da doutrina não enxerga distinção prática entre as hipóteses dos incisos I e II do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976, já que o ato ilícito culposo do administrador invariavelmente caracteriza violação do estatuto social ou da lei²⁷.

²¹ “Como decorrência da personalidade jurídica reconhecida à companhia (CC, arts. 44, II, e 985) e da sua estruturação orgânica, a nossa lei societária – expressando solução que se imporia mesmo diante de seu silêncio – prevê a irresponsabilidade pessoal do administrador por atos regulares de gestão. De fato, na condição de órgão da sociedade, o administrador exterioriza a vontade social (LSA, art. 144) e, perante terceiros, é a própria sociedade quem estará assumindo obrigações e exercendo direitos e poderes (CC, art. 47; LSA, art. 158)” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 211).

²² CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. *Deveres e Responsabilidades...* Op. cit. p. 874.

²³ “Deve-se distinguir, ainda, que o fato de não haver ato regular de gestão não significa, necessariamente, que a companhia fica desobrigada do ato. Há inúmeros casos em que são praticados atos irregulares por parte dos administradores e nem por isso a companhia fica desobrigada” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. *Deveres e Responsabilidades...* Op. cit. p. 874).

²⁴ EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa...* Op. cit. p. 53.

²⁵ “Parece-nos que na hipótese do n. II do art. 158 ocorre uma inversão do ônus da prova, devendo considerar-se que há, portanto, uma presunção da culpa do administrador quando ele infringe a lei ou o estatuto. Com efeito, ao invés da distinção radical entre responsabilidade objetiva e subjetiva, a evolução do direito, na matéria, inclina-se no sentido da aceitação de situações intermediárias, nas quais avultam os mecanismos das presunções e das provas em contrário. Mais prudente, então, é presumir-se a culpa de sua parte, cabendo-lhe, porém, provar a ausência de responsabilidade” (Loc. cit.).

²⁶ Loc. cit.

²⁷ “As duas hipóteses elencadas pelo art. 158 da LSA na definição da responsabilidade dos administradores são interdefiníveis. Com efeito, a ação culposa ou dolosa é, forçosamente, ilícita, violadora da lei. Se, por exemplo, o administrador deixa de aplicar disponibilidades financeiras da sociedade, age com negligência ou

Há ainda aqueles que sustentam o entendimento de que os dois incisos do referido dispositivo tratam de hipóteses nas quais o ato do administrador pode vincular apenas ele ou também a companhia perante terceiros²⁸.

Por fim, é possível sustentar, com base em decisões da CVM, que a diferença entre os dois incisos do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976 diria respeito apenas ao critério de revisão do ato do administrador e, conseqüentemente, de sua culpa²⁹.

Sem prejuízo dessa diversidade de interpretações, a tendência atual é de tutela do direito do terceiro em prol da segurança das relações jurídicas, impondo-se o ônus do excesso dos administradores à companhia e seus acionistas³⁰.

Conforme explica Nelson Eizirik, a análise mais detida do artigo 158 da Lei nº 6.404/1976 leva à conclusão de que: (i) a companhia responde pelos atos regulares de gestão de seus administradores; (ii) a companhia responde pelos atos irregulares de gestão de seus administradores, quando praticados dentro de suas atribuições; e (iii) a companhia não responde pelos atos irregulares de seus administradores, quando praticados fora de suas atribuições, exceto se o ato do administrador for ratificado posteriormente ou se for necessária a preservação do ato

até imperícia. A natureza culposa de sua omissão é, assim, clara e indiscutível. Contudo, esse mesmo comportamento também caracteriza a inobservância dos deveres de diligência e de lealdade estabelecidos em lei (arts. 153 e 155 da LSA). Conseqüentemente, o administrador que age com culpa viola a lei. Por outro lado, toda violação à lei ou aos estatutos é uma conduta culposa ou dolosa. O administrador que descumpra norma legal ou cláusula estatutária, se não atua conscientemente, está sendo negligente, imprudente ou imperito. Pois bem, em razão da indefinição das hipóteses de responsabilização civil dos administradores de sociedade anônima, não há, ressalte-se, que distinguir a natureza destas. O que se afirma sobre a responsabilidade fundada no inciso I do art. 158 da LSA aplica-se inevitavelmente à fundada no inciso II do mesmo dispositivo. Assim, não cabe nenhuma separação entre as duas hipóteses destacadas pelo legislador, que reclamam tratamento uniforme” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2. p. 501-502).

²⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores...* Op. cit. p. 219.

²⁹ “A diferença entre os dois incisos do artigo 158, caput, da Lei nº 6.404/1976, desse modo, diria respeito apenas ao critério de revisão do ato do administrador e, conseqüentemente, de sua culpa. No caso de decisão negocial, em que o administrador atue dentro das suas atribuições, somente seria possível analisar o procedimento pelo qual o administrador tomou a sua decisão (isto é, se a tomou de forma informada ou não), não sendo possível analisar o mérito da decisão (isto é, se ela foi certa ou errada, boa ou ruim). A obrigação, neste caso, é de meio, bastando que o administrador demonstre ter adotado os seus melhores esforços (isto é, ter agido de forma racional e informada, sem conflito de interesses) para que afaste a sua responsabilização pessoal. No caso de decisão não negocial, em que se esteja discutindo o cumprimento da lei ou do estatuto social, a análise da culpa do administrador pode se debruçar sobre o mérito da decisão tomada, já que o administrador não teria margem de discricionariedade para decidir sobre o cumprimento da lei. A obrigação, neste caso, é de resultado, sendo necessário que o administrador demonstre ter adotado todas as medidas razoáveis e adequadas para assegurar o cumprimento da lei, de modo a afastar a sua responsabilização pessoal” (MAFRA, Ricardo. Interpretação do artigo 158, caput, da Lei nº 6.404/1976 a partir das decisões da CVM nos processos administrativos sancionadores nº RJ/2014/6517 e nº RJ2016/7190. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, v. 24, p. 197-220, 2019. p. 212).

³⁰ “A segurança das relações jurídicas, no entanto, num universo econômico caracterizado pela rapidez dos negócios, trabalha no sentido de cada vez mais ampliar-se a responsabilidade das sociedades pelos atos de seus administradores: - se os sócios os escolheram mal, é justo que sobre eles, e não sobre terceiros de boa-fé, que negociam com a sociedade, recaia a responsabilidade dos atos que tenham praticado” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Conceito e natureza. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 88). Vide, ainda: “O princípio é de que a responsabilidade, perante terceiros, por atos ilícitos dos seus administradores, é da companhia. Isto porque, em face do caráter orgânico da representação, todos os atos praticados pelos administradores são atos da companhia” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – Artigos 138 a 205*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3. p. 447).

para amparar direitos de terceiros³¹.

A partir desse breve apanhado, percebe-se que, em contraste com a proposta de novo artigo 27-G, a ser adicionado à Lei nº 6.385/1976 no caso de conversão em lei do PL 2.925/2023, a legislação societária não trata da responsabilidade do administrador e da companhia (emissora de valores mobiliários) de forma apartada ou mesmo complementar. A imputação de responsabilidade ao administrador, à companhia ou a ambos dependerá das circunstâncias do caso, não havendo subordinação de um polo de responsabilidade ao outro.

3.2. A RESPONSABILIDADE CIVIL DE ACIONISTAS CONTROLADORES

Os deveres do acionista controlador estão dispostos, principalmente, nos artigos 116, parágrafo único, 116-A e 117 da Lei nº 6.404/1976.

O artigo 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976 estabelece um dever geral ao acionista controlador, que condiciona o exercício do poder de controle. Segundo o dispositivo, o poder de controle deve ser usado “com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”, impondo-se ao acionista controlador “deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

Diz-se, assim, que o poder de controle configura um “poder-dever”, de modo que o cumprimento da obrigação disposta no artigo 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976, confere legitimidade ao poder de controle³². Como consequência, pode-se dizer que o acionista controlador possui deveres mais amplos do que aqueles impostos aos administradores³³.

O artigo 116-A impõe um dever de informação ao acionista controlador, que deve informar imediatamente a companhia e o mercado sobre variações relevantes em sua participação. Trata-se de regra incluída na Lei nº 6.404/1976 para auxiliar no combate e prevenção à negociação com informações privilegiadas (*insider trading*)³⁴.

³¹ “Assim, a Lei das S.A. teria estabelecido as seguintes regras: (i) não responde o administrador pessoalmente pelas obrigações que contrair para a sociedade em virtude de ato regular de gestão; e (ii) o administrador é responsável pelos prejuízos quando culposamente descumprir dever legal ou estatutário, sendo que, nesta última situação: (a) os atos praticados dentro de suas atribuições obrigam a sociedade perante terceiros; e (b) os atos praticados fora de suas atribuições, em princípio, não vinculam a companhia perante terceiros, sendo de exclusiva responsabilidade do administrador, exceto se: forem ratificados posteriormente, trouxe-rem vantagem para a companhia, ou se impuser sua preservação para amparar a posição de terceiros (como pode ocorrer com atos ultra vires ou praticados com excesso de poderes pelo administrador)” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2. p. 402).

³² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. p. 478.

³³ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Órgãos sociais. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 836.

³⁴ “O artigo 116-A foi acrescentado à Lei das S.A. pela Lei nº 10.303/2001, que consolidou o princípio do dever de informar atribuído a determinados acionistas, que era, anteriormente, previsto em ato normativo da Comissão de Valores Mobiliários e nas regras do Novo Mercado da BM&F Bovespa [...] Essa norma facilita a fiscalização e o combate ao insider trading pela Comissão de Valores Mobiliários e pelas Bolsas de Valores

O artigo 117 da lei societária, por sua vez, determina que o acionista controlador responde pelos danos que causar por meio de atos praticados com abuso de poder. O § 1º do dispositivo enumera determinados exemplos de atos abusivos. Não obstante a possibilidade de que o administrador seja responsabilizado de forma solidária com o acionista controlador por ato considerado abusivo (vide, por exemplo, o artigo 117, § 1º, “e”, da Lei nº 6.404/1976), a responsabilidade do acionista controlador não se confunde com a do administrador.

A ação de responsabilidade civil contra o acionista controlador é regida pelo artigo 246 da Lei nº 6.404/1976, que confere ao acionista minoritário a prerrogativa de buscar o ressarcimento da companhia, ajuizando a ação como seu substituto processual.

A responsabilidade civil do acionista controlador, portanto, não se apresenta de forma complementar ou subsidiária à do administrador, caracterizando polo autônomo de imputação de responsabilidade.

3.3. A RESPONSABILIDADE CIVIL DA COMPANHIA E DE EMISSORES DE VALORES MOBILIÁRIOS

A responsabilidade civil da companhia e de emissores perante investidores tem relação, principalmente, com os danos causados por violações informacionais. Embora haja discussão na doutrina sobre a existência dessa responsabilidade³⁵, ela pode ser identificada em diversos trechos da regulamentação do mercado³⁶.

Para melhor sistematização da exposição, faz-se necessário dividi-la entre as exigências do mercado primário, no qual ocorrem as ofertas públicas de valores mobiliários, e do mercado secundário, onde ocorrem as negociações de tais títulos entre investidores³⁷.

ou entidades do mercado de balcão organizado, que passam a receber diretamente do acionista controlador e dos acionistas ou grupo de acionistas que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal informações sobre os negócios que tenham realizado” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – artigos 1º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 680-681).

³⁵ Vide, por exemplo: (i) GONTIJO, Bruno Miranda. *Responsabilização das companhias abertas por danos aos investidores: as possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos*. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019; (ii) VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A responsabilidade indenizatória por falhas informacionais em companhias abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 1; e (iii) JORGE JUNIOR, Walfrido Warde; VALIM, Rafael. *Abutres, ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2021.

³⁶ Confira-se, para uma visão geral sobre o tema: MAFRA, Ricardo. Violação do dever de informar pela companhia aberta: caracterização e imputação do ato à pessoa jurídica. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, v. 30, p. 217-257, 2022. p. 223-231.

³⁷ O mercado primário é onde ocorrem as ofertas públicas, quando valores mobiliários são ofertados ao público investidor, seja por meio de uma emissão de novos valores mobiliários (oferta primária), seja por meio de uma venda de valores mobiliários já emitidos (oferta secundária) (SALDANHA, Nair Veras; MALUF, Luiz Rafael de Vargas. Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 804). O mercado secundário é aquele onde os valores mobiliários são negociados por seus titulares em ambiente de negociação regulado, como a bolsa de valores (PITTA, André Grünspun; PEREIRA FILHO,

Os deveres informacionais incidentes no mercado primário estão dispostos na Resolução CVM nº 160/2022, que dispõe sobre as ofertas públicas, cujo artigo 16 determina que o prospecto da oferta deve conter “informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

A respeito da responsabilidade pelo fornecimento deficiente de informações, o artigo 24 da resolução é categórico: “[o] ofertante é o responsável pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade dos documentos da oferta e demais informações fornecidas ao mercado durante a oferta pública de distribuição”. O ofertante, no contexto de uma oferta pública primária, é justamente o emissor de valores mobiliários.

O § 1º do mesmo artigo 24, por sua vez, impõe ao coordenador da oferta um dever geral de cautela quanto à verificação da veracidade e suficiência das informações divulgadas pelo ofertante³⁸.

Quanto ao mercado secundário, a divulgação de informações é regida pela Resolução CVM nº 80/2022, que dispõe, de forma geral, sobre o registro de companhia aberta e as obrigações do emissor de valores mobiliários negociados publicamente.

O artigo 14 da Resolução CVM nº 80/2022 impõe ao emissor de valores mobiliários a obrigação de divulgar informações periódicas e eventuais, nos prazos e na forma prescrita na referida norma. Como o próprio nome sugere, as informações periódicas são divulgadas pelo emissor de tempos em tempos, em datas pré-estabelecidas, enquanto as eventuais são fornecidas ao mercado mediante a ocorrência de eventos específicos.

Tais informações devem ser: (i) verdadeiras, completas, consistentes, sem induzir o investidor a erro (artigo 15); (ii) redigidas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa (artigo 16); (iii) divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado (artigo 17); (iv) úteis à avaliação dos valores mobiliários do emissor (artigo 18); (v) acompanhadas da determinação do prazo, caso só sejam válidas por determinado período (artigo 19); e (vi) diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas (artigo 20).

A Resolução CVM nº 80/2022 não se limitou a dispor sobre a forma e conteúdo das informações divulgadas ao mercado. A norma classificou como infração grave, para fins do artigo 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976, “a divulgação ao mercado ou entrega à CVM de informações falsas, incompletas, imprecisas ou que induzam o investidor a erro”³⁹.

Valdir Carlos. Sistema Financeiro Nacional. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 36).

³⁸ “Art. 24. [...] § 1º O coordenador líder deve tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro do emissor na CVM e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, são suficientes, verdadeiras, precisas, consistentes e atuais, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta”.

³⁹ Artigo 65, I, da Resolução CVM nº 80/2022.

Ademais, em seu artigo 50, a norma deixou claro que “[a] responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor pela violação das normas legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários”.

Percebe-se, assim, que diferentemente da proposta de novo artigo 27-G da Lei nº 6.385/1976, a ser incluído na lei no caso de conversão do PL 2.925/2023, o quadro normativo atual responsabiliza o emissor (inclusive a companhia, emissora de valores mobiliários) por violações às normas de divulgação obrigatória tanto do mercado primário, como do mercado secundário.

Ao não tratar de forma clara da responsabilidade civil do emissor por infrações às normas do mercado secundário – independentemente de tal omissão decorrer de mero descuido ou de uma eventual intenção de criar hipótese de obrigação sem responsabilidade para a companhia –, o PL 2.925/2023 incorre em grave falha, que deve ser corrigida antes de sua conversão em lei.

3.4. A RESPONSABILIDADE CIVIL DE OUTROS PARTICIPANTES DO MERCADO

Cabe destacar brevemente uma omissão adicional preocupante do artigo 27-G previsto no PL 2.925/2023, referente à responsabilidade civil de participantes do mercado. O dispositivo limita-se a abordar – de forma inadequada, como se demonstrou – a responsabilidade de administradores, acionistas controladores e, no contexto de uma oferta pública, emissores de valores mobiliários e intermediários.

Há, no entanto, uma série de participantes do mercado que podem ser responsabilizados civilmente perante investidores, mas que não estão mencionados na norma proposta. Pode-se citar, por exemplo, o auditor independente, o avaliador, a agência de classificação de risco, o administrador de carteira, o custodiante, dentre outros participantes do mercado que podem eventualmente ser responsáveis – de forma individual ou em conjunto com outros – por danos sofridos por investidores.

Não faz parte do escopo do presente trabalho se aprofundar sobre o regime de responsabilidade civil de cada um desses participantes do mercado. Tais regimes possuem suas peculiaridades, decorrentes do escopo de atuação e deveres específicos de cada participante.

Contudo, é importante mencionar que eles se enquadram na categoria de agentes usualmente classificados como “guardiães” do mercado (ou *gatekeepers*), isto é, participantes cuja atuação tem como objetivo, dentre outros, garantir a higidez das operações realizadas no mercado de valores mobiliários⁴⁰.

A responsabilidade civil desses participantes está prevista na legislação atual, de forma geral, no já mencionado artigo 9º, V e VI, da Lei nº 6.385/1976, que deve ser complementado com as regras específicas do regime de deveres e responsabilidade de cada agente, sem prejuízo das

⁴⁰ HAENSEL, Taimi. *A figura dos gatekeepers*. São Paulo: Almedina, 2014. p. 68.

normas do regime geral de responsabilidade civil dispostas na Lei nº 10.406/2002.

Ao não prever expressamente a responsabilidade civil dos participantes do mercado no dispositivo que trata justamente desse tema, o PL 2.925/2023 é omissivo, devendo essa omissão ser corrigida antes de conversão do projeto em lei.

4. NECESSÁRIA ALTERAÇÃO DA REDAÇÃO DO ARTIGO 27-G PROPOSTA PELO PL 2.925/2023

Por todo o exposto ao longo do presente trabalho, duas constatações podem ser formuladas: (i) o PL 2.925/2023 possui diversos méritos e traz importantes melhorias para o regime de proteção do investidor de mercado; e (ii) ao mesmo tempo, alguns aspectos do projeto, principalmente quanto à redação do artigo 27-G, a ser adicionado na Lei nº 6.385/1976, merecem aprimoramentos.

Com relação aos aprimoramentos necessários no artigo 27-G, faz-se necessário corrigir a forma como a responsabilidade dos diversos agentes do mercado de valores mobiliários foi disposta.

Como visto, o tratamento específico da responsabilidade civil dos administradores, acionistas controladores e da própria companhia já se encontra, de maneira geral, disposto na legislação atualmente em vigor – notadamente na Lei nº 6.404/1976, com relação à responsabilidade dos administradores e acionistas controladores perante a companhia, na Lei nº 6.385/1976, quanto à responsabilidade desses agentes, de emissores de valores mobiliários e participantes do mercado perante investidores, e na própria Lei nº 10.406/2002, que estabelece o regime geral de responsabilidade civil, perfeitamente aplicável no contexto do mercado de valores mobiliários.

Não é necessário, portanto, que o PL 2.925/2023 entre em detalhes sobre as regras de direito material que regem a responsabilidade de cada agente no mercado de valores mobiliários. A grande contribuição e inovação trazidas pelo projeto dizem respeito às regras de natureza processual aplicáveis às ações de responsabilidade civil no contexto do mercado, com mecanismos que potencializam a efetividade dessas ações, em linha com as recomendações formuladas em estudo da OCDE.

Basta, para os fins pretendidos pelo projeto, que se faça referência à responsabilidade civil dos agentes e participantes do mercado de forma geral, cabendo ao intérprete recorrer às normas e legislações específicas para verificar os critérios de natureza material aplicáveis à responsabilização no caso concreto.

Logo, sugere-se que a redação da proposta de novo artigo 27-G da Lei nº 6.385/1976, prevista no PL 2.925/2023, seja alterada de modo a simplificá-la e ampliar o seu escopo a todos os participantes do mercado, da seguinte forma:

Art. 27-G. Os participantes do mercado e emissores de valores mobiliários, assim como seus administradores e controladores, serão civilmente responsáveis, na medida de sua culpa, pelos prejuízos sofridos por investidores em decorrência da infração à legislação e à regulamentação do mercado de valores mobiliários.

Acredita-se que, com a redação proposta acima, o PL 2.925/2023 deixará de incluir na Lei nº 6.385/1976 um dispositivo cuja redação é conflitante e incompatível com o regime de responsabilidade civil existente atualmente no mercado, para, ao invés disso, reforçar e reafirmar os mecanismos de proteção à disposição do investidor.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo teve como objetivo analisar as alterações no regime de responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários propostas por meio do PL 2.925/2023, especificamente quanto ao artigo 27-G, a ser incluído na Lei nº 6.385/1976.

O artigo abordou as diretrizes gerais do PL 2.925/2023 e os aprimoramentos que ele pretende introduzir no regime de responsabilidade civil dos agentes atuantes no mercado de valores mobiliários.

Demonstrou-se a importância da responsabilidade civil para a efetividade da regulação do mercado de valores mobiliários. Ao mesmo tempo, o trabalho expôs as possíveis fragilidades do artigo 27-G, proposto pelo projeto de lei, examinando, para esse fim, as regras atualmente em vigor referentes à responsabilização civil no contexto do mercado.

Confirmou-se a hipótese de que a proposta de artigo 27-G, a ser incluído na Lei nº 6.385/1976 no caso de conversão do projeto em lei, possui omissões e contradições que podem prejudicar a proteção de investidores de mercado.

Por fim, foi feita sugestão de alteração à redação do dispositivo, para sanar suas imprecisões e adequá-la ao regime de responsabilidade civil dos agentes e participantes do mercado de valores mobiliários.

Espera-se, assim, que o artigo tenha fornecido contribuição capaz de aprimorar o PL 2.925/2023, auxiliando no seu objetivo de reforçar os mecanismos de proteção dos investidores.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976*. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/leis-decretos/lei6385.html>. Acesso em 16 de setembro de 2021.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de motivos nº 00045/2023 MF*. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2284015&filename=PL%202925/2023. Acesso em 19 de julho de 2023.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Conceito e natureza. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – Artigos 138 a 205*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2.

COFFEE JR., John C. Law and the market: the impact of enforcement. *University of Pennsylvania Law Review*, Filadélfia, v. 156, p. 229-311, 2007.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – artigos 1º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1.

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

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984.

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

GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A responsabilidade indenizatória por falhas informacionais em companhias abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 1.

HAENSEL, Taimi. *A figura dos gatekeepers*. São Paulo: Almedina, 2014.

JORGE JUNIOR, Walfrido Warde; VALIM, Rafael. *Abutres, ingênuos e a ameaça de destruição da grande companhia*. São Paulo: Editora Contracorrente, 2021.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, Nova York, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Órgãos sociais. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MAFRA, Ricardo. Interpretação do artigo 158, caput, da Lei nº 6.404/1976 a partir das decisões da CVM nos processos administrativos sancionadores nº RJ/2014/6517 e nº RJ2016/7190. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, v. 24, p. 197-220, 2019.

MAFRA, Ricardo. Violação do dever de informar pela companhia aberta: caracterização e imputação do ato à pessoa jurídica. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, v. 30, p. 217-257, 2022.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil*. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>. Acesso em 19 de julho de 2023.

PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PITTA, André Grünspun; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Sistema Financeiro Nacional. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

RIPERT, Georges. *Aspectos jurídicos do capitalismo moderno*. Campinas: Red Livros, 2002.

ROSENVALD, Nelson. *As funções da responsabilidade civil: a reparação e a pena civil*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

SALDANHA, Nair Veras; MALUF, Luiz Rafael de Vargas. Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

TANJI, Marcia. *Mercado de capitais: formas de atuação do Estado*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2013.

Recebido: 31.07.2023

Aprovado: 18.10.2023

Como citar: MAFRA, Ricardo. A responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários e o Projeto de Lei nº 2.925/2023: reflexões sobre a proposta de novo artigo 27-G da Lei nº 6.385/1976. *Revista IBERC*, Belo Horizonte, v. 6, n. 3, p. 74-91, set./dez. 2023.

