

Projeto de nº Lei 2.925/2023 – ações de responsabilidade civil em face de administradores e acionistas controladores

Victor Galante, Carlos Motta, Luciana Sodré, André Camargo, João Pedro Coutinho Valle e Maria Eduarda Araújo

1. Panorama do Projeto de Lei nº 2.925/2023

Em junho de 2023, o Ministério da Fazenda enviou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei nº 2.925/2023ⁱ (PL) propondo alterações relevantes à Lei de Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976 - LSA) e à Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/1976 - LMVM). O regime de tramitação do PL era inicialmente prioritário, entretanto, em setembro de 2023, foi cancelada a urgência em função de relevante movimentação por boa parte da academia e, principalmente, da advocacia societária brasileira.

Em março de 2024, após a exposição de sugestões pelos diversos grupos de estudos relacionados com a temática, tais como Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) e Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAR), o Deputado Isnaldo Bulhões Jr. solicitou novamente o regime de urgência, devendo a Câmara dos Deputados apreciar o projeto no prazo de 45 dias.

Vale lembrar que o PL teve como base um estudo realizado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em parceria com o Ministério da Fazenda e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que propôs uma análise comparada das estruturas de responsabilização das companhias de nove países: França, Alemanha, Israel, Itália, Portugal, Cingapura, Espanha, Estados Unidos e Reino Unidoⁱⁱ. Dessa forma, o PL busca, em tese, solucionar as supostas incertezas do mercado de capitais brasileiro de modo a ampliar os investimentos no país. Não obstante, após detalhada análise dessa proposta legislativa, adiantamos que a intenção do PL não foi integralmente atingida e, como exposto a seguir, ele, na verdade, pode até mesmo aumentar incertezas e desincentivar o investimento no país.

Diante das diversas alterações propostas pelo PL, o presente artigo irá discutir, especificamente, a ampliação (i) do rol de legitimados a propor a ação de responsabilidade dos administradores (Art. 159 da LSA); (ii) do rol de legitimados a propor a ação de responsabilidade da companhia (Art. 246 da LSA); e (iii) do prêmio a ser recebido pelo vencedor da disputa judicial.

2. Atual Panorama Legal

a. Ação de responsabilidade dos administradores (Art. 159)

i) Princípio básico da responsabilidade civil dos administradores

A ação de responsabilidade civil da companhia em face do administrador, prevista no caput do artigo 159ⁱⁱⁱ da LSA, possibilita o ressarcimento dos prejuízos que o administrador possa gerar à companhia ao violar seus deveres fiduciários e agir em interesse divergente ao da companhia.

O princípio básico da responsabilidade civil dos administradores está previsto no artigo 158 da LSA, o qual define o comportamento antijurídico que o administrador deverá exercer para ser responsabilizado: responde civilmente quando proceder (a) dentro de suas atribuições ou de seus poderes (Art. 158, I da LSA), com dolo ou culpa, causando prejuízo à companhia; e (b) agir em violação à lei ou ao estatuto (Art. 158, II da LSA)^{iv}. Este instituto complementa a obrigação prevista no artigo 156 da LSA, a qual reforça a necessidade do administrador direcionar sua atuação em prol dos interesses da companhia em conformidade com os seus deveres fiduciários.

ii) Legitimidade na proposição da ação

Em relação à capacidade para se estar em juízo (*“legitimatío ad processum”*), a legislação brasileira atual prevê duas modalidades: i) a ação social *“ut universi”*, cuja parte legitimada principal é a própria companhia em função desta sofrer diretamente o prejuízo; e ii) a ação individual *“ut singuli”*, na qual o legitimado subsidiário são os acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

Tanto a ação social *“ut universi”* quanto a ação social *“ut singuli”* têm como finalidade a preservação do interesse social e, por isso, não poderiam ser utilizadas para reequilibrar interesses individuais de acionistas, mas sim para reparar os danos incorridos diretamente pela companhia e indiretamente pelos acionistas^{vi}.

iii) Assunção de riscos e a função social da empresa

Para além da necessidade de os administradores deverem se atentar aos seus deveres fiduciários, eles devem visar uma atuação alinhada com a função social da empresa. Isto é, embora se reconheça que a atividade do administrador é cercada por riscos que, à medida que forem assumidos, podem gerar reflexos econômicos positivos ou negativos à companhia, a mera assunção de riscos, por si só, não é suficiente para levar à responsabilização do administrador.

Entretanto, no caso de uma perda por parte da companhia, seja econômica ou em razão de um desvio do interesse social, caso o administrador não tenha sido diligente na

tomada de decisão^{vi}, pode o administrador ser responsabilizado pela ação do caput do artigo 159 da LSA.

iv) Mecanismos de governança em prol do interesse social

Inclusive, para mitigar esses impactos à companhia, espera-se que a implementação de mecanismos de governança das companhias, tais como políticas de anticorrupção, criem ainda mais valor para as companhias de modo a reforçar os limites aos quais os administradores devem estar comprometidos.

A necessidade do atendimento de tais parâmetros pelos administradores também está prevista no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas^{viii}, o qual recomenda que a diretoria das companhias seja avaliada “com base em metas de desempenho, financeiras e não financeiras (incluindo aspectos ambientais, sociais e de governança), alinhadas com os valores e os princípios éticos da companhia e da legislação brasileira”^{ix},

Em virtude do reconhecimento internacional dos fatores sociais, ambientais e de governança como “elementos indissociáveis do exercício da atividade empresarial”^x, a atuação dos administradores não poderia estar desvinculada dessa cultura que busca um propósito mais amplo do que apenas o lucro^{xi}.

b. Ação de responsabilidade da companhia (Art. 246)

i) Objeto da ação

Já o artigo 246 da LSA^{xii} está relacionado à ação de responsabilidade de determinados acionistas da companhia em face do controlador por conta de atos abusivos ou que violam direitos e obrigações que, por sua vez, geraram prejuízos à companhia.

A referida ação visa permitir aos acionistas ajuizar ações de modo a coibir o abuso do poder de controle. A partir desta ação, em consonância com os artigos 116 e 117 da LSA, objetiva-se a “reparação de danos, não de restituição de quantias indevidamente recebidas pela sociedade controladora; a norma incide para permitir a recomposição dos prejuízos sofridos pela sociedade controlada, não para sancionar o locupletamento da controladora.”^{xiii}

ii) Legitimidade para a proposição da ação

De acordo com o dispositivo mencionado acima, a ação de responsabilidade do controlador deverá ser proposta, originariamente, por acionistas detentores de 5% do capital social (alínea “a”) ou por qualquer acionista mediante a uma garantia capaz de cobrir as custas processuais e honorários advocatícios para o caso da ação ser julgada improcedente (alínea “b”).

iii) Abuso do poder de controle

A existência do poder de controle decorre do efetivo exercício da direção das atividades da companhia, não havendo uma exigência de proporção definida de participação no capital para caracterizar a figura do acionista controlador. Para se concretizar o abuso do poder de controle, “aprecia-se a conduta do controlador com base em seus deveres legais, previstos no parágrafo único do artigo 116, e nas modalidades de comportamento abusivo elencadas de forma exemplificativa no artigo 117, com relação a cada sociedade.”^{xiv} Assim, uma decisão que beneficie apenas o acionista controlador em detrimento do interesse social da controlada, poderá constituir abuso do poder de controle e poderá haver necessidade de se indenizar por perdas e danos caso se comprove o dano efetivo da atuação abusiva.

A presente redação não especifica se o vínculo com a sociedade controlada deverá ser direto ou indireto, entretanto, a CVM entende ser possível responsabilizar o controlador indireto por abuso de poder de controle apenas “quando a imputação ao controlador direto for insuficiente para alcançar os agentes que deram causa à violação”^{xv}. Além disso, o “acionista controlador pode ser pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, podendo ambos figurar no polo passivo da ação prevista no art. 246”^{xvi}.

3. Propostas do PL e Considerações:

Uma das modificações com maior impacto à atuação do administrador é a redução do percentual da participação social para a proposição subsidiária, das ações de responsabilidade, previstas nos artigos 159, § 4º e no 246, § 1º da LSA.

a. Ação de responsabilidade civil em face do administrador

i) Redação atual e modificação sugerida

Na redação atual da LSA, o percentual mínimo previsto para legitimação subsidiária de acionistas na propositura de ação de responsabilidade (em face de administrador ou de controlador) é de 5% do capital social da companhia, enquanto na mudança prevista no projeto de lei, para companhias abertas, pretende-se permitir que acionistas detentores de 2,5% ou R\$ 50.000.000,00 do capital social possuam esta faculdade, conforme abaixo.

Artigo	Atual	Proposta
159, § 4º	Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.	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.

De acordo com a motivação do PL^{xvii}, os critérios estabelecidos levam em consideração a titularidade dos valores mobiliários e, supostamente, não estimulariam o ingresso de ações frágeis quanto ao embasamento legal ou fático, com baixa probabilidade de sucesso.

ii) Nosso entendimento acerca desta alteração

Apesar desta alteração ampliar o rol de legitimados à proposição da ação contra administradores, de forma a criar mais direitos para uma parcela de acionistas, entendemos que esta alteração gerará um maior fluxo em um sistema judicial que já é muito demandado pela população^{xviii}, bem como um aumento nos processos administrativos sancionadores perante à Comissão de Valores Mobiliários relativos à atuação dos administradores.

Com tal medida tentou-se criar um cenário de maior segurança no mercado de capitais, entretanto, sob a perspectiva dos administradores, reduz-se os incentivos para uma atuação voltada à devida assunção de riscos, em prol do melhor interesse da companhia. Isso porque, diante de uma maior possibilidade de ser processado por parcelas de acionistas, é possível que os administradores reproduzam comportamentos de aversão ao risco^{xix} apesar de apresentarem altas expectativas de retorno para a companhia^{xx}, o que pode colocar em questão a eficiência da própria companhia.

Em relação aos efeitos sobre a companhia, para nós, ao analisar a proposição sob a ótica da análise econômica do direito^{xxi}, a ampliação do percentual parâmetro para à

legitimação subsidiária poderá gerar um impacto predominante negativo no âmbito da eficiência econômica da companhia e nos custos de manutenção de administradores, que poderá crescer significativamente em função da necessidade de maiores salários como uma ferramenta para equilibrar o crescimento dos riscos inerentes da atuação profissional.

Outra possível consequência para as companhias, também versada pela ABRASCA, com a qual concordamos, é que empresas com grande exposição a litígios poderão ter como estratégia o acúmulo de dinheiro em caixa como forma de prever os custos de transação decorrentes dos processos^{xxii}. Ao analisarmos o efeito em cadeia que tal aumento de custos imprevisíveis de um litígio poderá ter, entendemos que há grandes chances de significar menos oportunidades de investimento^{xxiii} e de financiamento das atividades operacionais da companhia, e por conseguinte, uma redução na geração de valor em geral para a organização.

Em razão da maior exposição dos administradores, há uma possibilidade de aumento nos custos dos seguros contratados (Seguros *Directors & Officers* – seguros de responsabilidade civil para administradores). Isso poderá ocorrer uma vez que o aumento dos litígios pode resultar em uma maior pretensão de acionamento das apólices.

Com a ampliação do percentual de legitimados para a propor a ação de responsabilidade contra o administrador e a eliminação da necessidade de ajuizamento de ação de anulação de aprovação de contas, o administrador poderá ser acionado judicialmente por mais acionistas, diretamente e de forma inesperada e inadequada. Tal impacto é esperado uma vez que na redação atual da legislação o administrador teria a oportunidade de, em primeiro lugar, se defender em uma eventual ação de anulação de suas contas. Caso perdesse essa primeira causa, aí sim o acionista poderia então demandar a ação de responsabilidade como decorrência lógica do primeiro pleito.

O acionista, enquanto agente final da cadeia, poderá ser indiretamente impactado pelo aumento do percentual de legitimados extraordinários. O mercado de ações é um ecossistema complexo, no qual diversos fatores influenciam diretamente o comportamento dos investidores e, conseqüentemente, o valor das ações negociadas.^{xxiv} Assim, qualquer ação judicial, legítima ou não, pode facilmente se transformar em manchetes, gerando um efeito cascata no mercado de ações, e os investidores, preocupados com as incertezas e os riscos associados a tais eventos, podem reagir rapidamente vendendo suas posições em massa. Como resultado, ocorre uma queda nos valores das ações das empresas envolvidas, afetando não apenas os acionistas diretos, mas o mercado como um todo.

b. Ação de responsabilidade civil em face do controlador

i) Redação atual e modificação sugerida

No que tange à ação que pode ser proposta em face do controlador, conforme tabela abaixo, assim como ocorre com a proposta de alteração ao art. 159 da LSA, entendemos que a proposta para o art. 246, §1º da LSA também pode gerar uma inflação de ações judiciais e procedimentos arbitrais, o que pode ser prejudicial ao desenvolvimento das atividades da companhia.

Artigo	Atual	Proposta
246, § 1º	<p>Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.</p> <p>§ 1º A ação para haver reparação cabe:</p> <p>a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;</p> <p>b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente.</p>	<p>Art. 246. Observado o disposto no art. 238, o acionista controlador reparará os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos art. 116 e art. 117. § 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.</p>

ii) Nosso entendimento acerca desta alteração

Tal redução nos parece inadequada na medida em que demonstra um desalinhamento com o próprio entendimento da CVM^{xxv}, adotado desde 1991 através da Instrução CVM nº 165/1991^{xxvi}, segundo o qual determinou-se o percentual mínimo de participação com base no capital social que um acionista deve possuir para exercer os seus

direitos. Desse modo, entendemos que a análise casuística da CVM e a sua consequente redução do percentual necessário para se legitimar uma ação de responsabilidade já atende a demanda de acionistas minoritários de forma mais proporcional aos direitos evidentes em cada caso.

Outro efeito passível de ocorrer é o abuso por parte de eventuais acionistas minoritários. O abuso da minoria pode se dar em duas situações **distintas**, quais sejam (a) “por ocupar também a posição de administrador da companhia, o controlador fica impedido de participar da votação da deliberação que tenha por objeto a sua própria responsabilidade, em razão da incidência de regra legal de proibição de voto, sujeitando-se assim à decisão tomada isoladamente pelos demais”^{xxxvii} e (b) “aproveitando-se da episódica ausência do controlador, a minoria logra obter a aprovação da propositura de ação de responsabilidade civil contra o administrador”^{xxxviii}. Portanto, esta proposta de alteração ao art. 246, §1º da LSA poderá criar uma **nova** hipótese de abuso de poder de minoritários uma vez que ao permitir de forma excessiva que um menor grupo de acionistas detenha a capacidade de iniciar uma ação de responsabilidade civil contra controladores, poderá aumentar o risco de que interesses individuais ou de grupos minoritários possam se sobrepôr aos interesses da companhia como um todo.

Imagina-se, então, um provável aumento na possibilidade de existência de ações judiciais, procedimentos arbitrais e processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM, o que poderá gerar maior exposição dos acionistas controladores, além de todos os custos de transação já comentados. Com isso, a alteração proposta poderá criar uma desnecessária insegurança jurídica, de modo a motivar discussões não alinhadas com os interesses dos agentes afetados e, indiretamente, afetar todas as partes interessadas da companhia (*stakeholders*).

c. Aumento do prêmio nas ações de responsabilidade civil

i) Redação atual e modificação sugerida

Outra medida prevista no PL é a ampliação do valor de indenização das ações de responsabilidade contra o administrador e a sociedade controladora. A partir dessa alteração pretende-se aumentar em 15% o prêmio a ser recebido pelo autor da demanda, a fim de fazer frente com os custos do procedimento litigioso, conforme tabela abaixo.

Artigo	Atual	Proposta
Art. 159, § 5º-A	Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.	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.
	Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117. § 2º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.	Art. 246..... § 2º O acionista controlador, 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 à companhia, do qual serão descontados os honorários de sucumbência.

De acordo a motivação do PL^{xxix}, ao comparar o custo de um litígio de um processo societário em que o acionista minoritário teve sua demanda rejeitada com o cenário em que a sua demanda foi deferida e, portanto, recebeu o prêmio, percebe-se que o benefício é pequeno ou até mesmo inexistente. Tal constatação reduz os incentivos para os próprios acionistas ingressarem com ações reparatórias.

ii) Nosso entendimento acerca desta alteração

A partir desta alteração, verifica-se que a intenção da norma seria haver uma melhora na compensação dos legitimados para propor as ações previstas nos arts. 159 e 246, §1º da LSA, entretanto, entendemos que os efeitos não seriam substanciais para esses legitimados.

Ao pensarmos nos efeitos da combinação das alterações propostas pelo PL, em especial o aumento do prêmio somado à ampliação do percentual de legitimados, elas podem refletir em custos ainda maiores para a companhia relativamente às remunerações diretas e indiretas de administradores, bem como nos custos de seguros D&O e nos custos de transação, conforme comentado. Isso poderá ocorrer uma vez que haveria mais legitimados para pleitear, como resultado da ação, um prêmio de maior valor e, por conseguinte, as seguradoras podem tentar antever esses possíveis custos nas apólices. Portanto, ambas propostas não apresentariam efeitos positivos.

4. Conclusão

Nos parece que, quando analisada sob a lógica de uma companhia, as mudanças propostas pelo PL relativamente à alteração aos parâmetros de legitimados subsidiários para proposição das ações previstas nos arts. 159 e 246 §1 da LSA e ao aumento do prêmio da condenação, trazem um desincentivo à assunção de riscos, necessários à atividade da companhia, observado o seu melhor interesse, função social e deveres fiduciários dos administradores, sendo este um dos pilares para o bom funcionamento do mercado de capitais.

Em relação à análise econômica destas alterações, por sua vez, nos parece trazer uma camada ainda mais complexa de custos, sejam decorrentes da ação, sejam custos de transação, para as companhias. A intenção da proposta era fazer frente aos custos dos acionistas individualmente, mas, ao nosso ver, é incoerente com o panorama geral do ambiente de negócios brasileiro por criar novos óbices que encarecem o custo de manutenção e realização de negócios no país.

Desta forma, é fundamental que os legisladores considerem cuidadosamente esses fatores para garantir que as mudanças propostas não sobrecarreguem financeiramente as companhias, exponham desnecessariamente seus acionistas controladores e administradores e não comprometam sua capacidade de operar de forma eficaz e sustentável, afetando os *stakeholders* internos e externos direta ou indiretamente.

ⁱInteiro Teor do PL 2925/2023. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2284015&filename=PL%202925/2023

ⁱⁱ “Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil”, publicado em 2020. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>

ⁱⁱⁱ Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

^{iv} Adamek, Marcelo Vieira von Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas) / Morcela Vieira von Adamek. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 210.

^v RECURSO ESPECIAL Nº 1.778.629 - RS (2017/0114145-2) RELATOR : MINISTRO PAULO DE TARSO SANSEVERINO
https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201701141452&dt_publicacao=14/08/2019

^{vi} Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus De Freitas Henriques. Mercado de Capitais: Regime Jurídico - 4ª Edição São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 658 e 678.

^{vii} Mathias, Virgílio. O Litisconsórcio Necessário do Administrador na Ação Anulatória de Deliberação de Aprovação de Contas sem Ressalvas, p. 78. Revista da Emerj, janeiro/ março v. 22, n. 1 – Ano 2022.

^{viii} O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, elaborado pelo GT Interagentes em 2016, foi criado com base em códigos de governança que são referências no mundo, utilizando como abordagem o modelo “pratique ou explique”. Trata-se de uma estratégia regulatória que reconhece que a prática da governança corporativa é uma jornada e não se traduz em um modelo rígido de regramento aplicável igualmente a todas as companhias. Pelo contrário, ele é principiológico e flexível, dando às companhias a liberdade para explicar a eventual não adoção de determinada prática. O propósito do modelo "pratique ou explique" significa permitir que o mercado decida se as práticas adotadas por determinada companhia são adequadas em vista dos padrões de governança do referido código, do estágio de desenvolvimento da companhia e das explicações fornecidas. Tal código foi incorporado à regulação corporativa brasileira em 2017, com a edição da Instrução CVM 586, vigente à época e atualmente regrada pela Resolução CVM 80, a qual exige que todas as companhias registradas como Categoria A entreguem anualmente, até o final do mês de julho, o informe sobre o código, conhecido como “Informe de Governança”. O Informe de Governança tem como principal objetivo reportar ao mercado as práticas de governança adotadas pela companhia, de maneira a demonstrar o comprometimento com seu aprimoramento, detalhando a adesão total, parcial ou não adesão às 54 (cinquenta e quatro) boas práticas recomendadas no Código de Governança Corporativa. Por meio do Informe de Governança, as companhias têm a oportunidade de esclarecer ao mercado se seguem as práticas recomendadas pelo Código de Governança Corporativa, devendo apresentar justificativa nos casos em que a adoção é parcial ou em que não há adoção de determinada prática. Trata-se de um documento importante para administradores e investidores acompanharem e refletirem anualmente sobre as práticas de governança corporativa das companhias.

^{ix} Grupo de Trabalho Interagentes. Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016, p. 45.

^x Who Cares Win: Connecting Financial Markets to a Changing World. 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf

^{xi} (e.g. contratação de um prestador de serviços economicamente eficiente para companhia, mas sendo uma contratação que não cumpre com políticas de compliance e anticorrupção da companhia)

^{xii} Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.

^{xiii} Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III – Artigos 189 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 368.

^{xiv} Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 3ª Edição Revista e Ampliada – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 302.

^{xv} Colegiado da CVM, PAS CVM 07 /05, Rei. Presidente Marcelo Trindade, j. 24.4.2007. Lazzareschi Neto. Alfredo Sérgio Lei das sociedades por ações anotada / Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. - 3. cd. rev., atual. e ampl. - São Paulo: Saraiva- 2010, p. 600.

^{xvi} TJRJ, 14^a Câm., AC 2001.001.10401, Rel. Des. Mauro Nogueira, j. 28.8.2001 Lazzareschi Neto. Alfredo Sérgio Lei das sociedades por ações anotada / Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. - 3. cd. rev., atual. e ampl. - São Paulo: Saraiva- 2010, p. 602.

^{xvii} “De modo a evitar a propositura de demandas frágeis, foram determinados critérios mínimos de participação societária a ser(em) preenchido(s) pelo(s) autor(res), além de estabelecer que a legitimidade para propositura deve ter por base a titularidade dos valores mobiliários no momento em que evento danoso teria ocorrido, não sendo relevante a manutenção da condição de acionista posteriormente.”

^{xviii} A taxa de congestionamento líquida do Poder Judiciário brasileiro, calculada excluindo-se os processos suspensos, sobrestados ou em arquivo provisório, foi de 64,5% em 2023. Essa taxa mede o percentual de processos que ficaram represados sem solução, comparativamente ao total tramitado no período de um ano. Nesse sentido, quanto maior o índice, maior a dificuldade do tribunal em lidar com seu estoque de processos. Conselho Nacional de Justiça (CNJ). Justiça em números 2024 / Conselho Nacional de Justiça. – Brasília: CNJ, 2024, p. 159. Disponível em: <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2024/05/justica-em-numeros-2024.pdf>

^{xix} Caminha, Ulinie; Rocha, Afonso de Paula Pinheiro. Direito e Economia, Responsabilidade Civil Contemporânea e Desenvolvimento Econômico. RJurFA7, Fortaleza, v. 12, n. 2, p. 33-47, jul./dez. 2015. Disponível em: <https://egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/49-81-1-sm.pdf>

^{xx} Camargo, André. The business judgement rule: A comparative analysis/ 2023 OECD – Latin America Roundtable on Corporate Governance: background note, 2023, p. 3. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/The-business-judgement-rule-in-Latin-America-background-note.pdf>

^{xxi} “A perspectiva teórica em questão tem por base os métodos da teoria microeconômica. Segunda tal teoria, antes de tomar uma decisão os agentes econômicos comparam os benefícios e os custos das diferentes alternativas, sejam elas de natureza estritamente econômica, seja de natureza social ou cultural. Estes custos e benefícios são avaliados segundo as preferências dos agentes e o conjunto de informações disponíveis no momento da avaliação. Esta análise de custo-benefício é consequencialista porque leva em conta o que vai acontecer (em termos probabilísticos) depois de tomada a decisão. Os agentes econômicos, portanto, preocupam-se com o futuro e não com o passado, uma vez que este último não pode ser modificado. A AED é, então, a aplicação de uma perspectiva de “eficiência” às normas jurídicas. A suposição que a permeia é que a jurisprudência deveria avaliar as normas e os preceitos legais de acordo com um critério que determinasse se eles facilitam ou atrapalham o uso eficiente dos recursos conforme o seu custo, ou seja, a partir da avaliação do custo-benefício. Quando analisamos as normas de acordo com o grau em que facilitam o uso de recursos escassos, estamos avaliando consequências que terão efeitos sobre toda sociedade. Nesse sentido, a AED pertence ao que é conhecido como ética consequencialista.” PORTO, Antônio M.; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021, p. 59.

^{xxii} Arena, Matteo P. e Julio, Brandon. “The Effects of Securities Class Action Litigation on Corporate Liquidity and Investment Policy”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50.1-2, p. 251-275 (2015). Disponível em: <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/effects-of-securities-class-action-litigation-on-corporate-liquidity-and-investment-policy/97024987B361CCFCE0A77D31110E6C2C>.

^{xxiii} De acordo com o ranking “Doing Business” preparado pelo World Bank Group, que classifica as economias em termos da facilidade de fazer negócios, o Brasil ocupava, em 2019, a 124^a posição dentro de 175. Disponível em: <https://archive.doingbusiness.org/pt/rankings> Dentre as dificuldades encontradas no país, destacam a questão financeira. Disponível em: <https://www.tmf-group.com/en/news-insights/articles/doing-business-in/brazil/>

^{xxiv} “Apesar de haver uma escassez de pesquisas que abordaram a relação entre as variáveis macroeconômicas e o setor financeiro da bolsa de valores, os estudos encontrados se preocuparam em analisar o impacto dessas variáveis no mercado de ações como um todo. Como exemplo, tem-se a pesquisa de Machado, Gartner e Machado (2017), que teve como objetivo analisar a relação entre variáveis macroeconômicas e o Índice Bovespa. Os autores concluíram que a oferta de moeda, o nível de atividade econômica, o nível de importação e a exportação impactam negativamente o retorno do Índice Bovespa; já as taxas de juros e de câmbio apresentaram uma relação positiva com ele.” Andrade, V. N., Muntaser, J.G.S., & Prado, T.A.R. (2022). Influência de variáveis macroeconômicas no preço das ações do setor financeiro da B3. *Revista de Economia Mackenzie*, 19(1), 170–190. doi:10.5935/1808-2785/rem.v19n1.p.178. Disponível em: <https://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/rem/article/view/14944>

^{xxv} Lazzareschi Neto. Alfredo Sérgio Lei das sociedades por ações anotada / Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. - 3. cd. rev., atual. e ampl. - São Paulo: Saraiva. 2010, p. 602.

^{xxvi} A Instrução CVM 165/1995 foi a primeira a fixar a escala do percentual mínimo de participação acionária em função do capital social da companhia. Em seguida, a CVM alterou a tabela, por meio da Instrução CVM 282/1998, a fim de atualizar os valores para o real. Posteriormente, a Resolução CVM 70/2022 aumentou o intervalo do capital social necessário, sendo a norma que se encontra vigente atualmente.

^{xxvii} ADAMEK, Marcelo Vieira von. Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. doi:10.11606/T.2.2010.tde-02082011-142051. p. 181. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/publico/Tese_completa_publicacao_desautorizada.pdf

^{xxviii} ADAMEK, Marcelo Vieira von. Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. doi:10.11606/T.2.2010.tde-02082011-142051. p. 184. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/publico/Tese_completa_publicacao_desautorizada.pdf

^{xxix} “Outro aspecto relevante a ser tratado é a readequação de riscos e benefícios para as partes em processos societários. Atualmente, são reduzidos os incentivos para que acionistas minoritários ingressem com ações reparatórias em nome da companhia, em função de um prêmio reduzido em caso de vitória, em contraste com o custo do litígio quando há derrota, o que acaba por inibir a propositura de ações desse tipo, afetando a confiança do mercado. Portanto, propõe-se alterar o prêmio concedido ao acionista que promove a ação em nome da companhia, de 5% para 20% do valor da indenização.”