

**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA “JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
CAMPUS DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS**

MATHEUS FARIAS GABAO DOS SANTOS

**O DANO AOS INVESTIDORES EM CASOS DE FRAUDE AO MERCADO DE
CAPITAIS: UM ESTUDO SOBRE A RESPONSABILIDADE CIVIL OBJETIVA DA
AMERICANAS S.A. PERANTE OS SEUS INVESTIDORES À LUZ DA CPI -
EMPRESA AMERICANAS S.A. (CPIAMERI)**

Franca-SP

2025

MATHEUS FARIAS GABAO DOS SANTOS

O DANO AOS INVESTIDORES EM CASOS DE FRAUDE AO MERCADO DE
CAPITAIS: UM ESTUDO SOBRE A RESPONSABILIDADE CIVIL OBJETIVA DA
AMERICANAS S.A. PERANTE OS SEUS INVESTIDORES À LUZ DA CPI - EMPRESA
AMERICANAS S.A. (CPIAMERI)

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Ciências Humanas e Sociais da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Campus de Franca, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Luciana Lopes Canavez

Franca-SP

2025

S237d

Santos, Matheus Farias Gabao dos

O dano aos investidores em casos de fraude ao mercado de capitais: um estudo sobre a responsabilidade civil objetiva da Americanas S.A. perante os seus investidores à luz da CPI - Empresa Americanas S.A. (CIAMERI) / Matheus Farias Gabao dos Santos. -- Franca, 2025

78 p.

Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado - Direito) - Universidade Estadual Paulista (UNESP), Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Franca

Orientadora: Luciana Lopes Canavez

1. Responsabilidade (Direito). 2. Direito civil. 3. Responsabilidade solidária. 4. Responsabilidade civil. I. Título.

MATHEUS FARIAS GABAO DOS SANTOS

O DANO AOS INVESTIDORES EM CASOS DE FRAUDE AO MERCADO DE
CAPITAIS: UM ESTUDO SOBRE A RESPONSABILIDADE CIVIL OBJETIVA DA
AMERICANAS S.A. PERANTE OS SEUS INVESTIDORES À LUZ DA CPI - EMPRESA
AMERICANAS S.A. (CPIAMERI)

Data da defesa: 25/11/2025

Banca Examinadora:

Prof. Dra. **Luciana Lopes Canavez**
UNESP - Universidade Estadual Paulista - Campus de Franca

Prof. Dr. **Alexandre Alliprandino Medeiros**
UNESP - Universidade Estadual Paulista - Campus de Franca

Prof. Me. **Lucas Laprano**
UNESP - Universidade Estadual Paulista - Campus de Franca

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Dr. Alfredo José dos Santos, pelos ensinamentos e apoio ao longo de toda a minha graduação, que esteja descansando em paz.

A Professora Dra. Luciana Lopes Canavez por me acolher após o falecimento do nosso queridíssimo professor Alfredo e por todo apoio na finalização deste trabalho de conclusão de curso.

Agradeço primeiramente à minha mãe, Tatiane Pires Farias, que sempre foi meu maior exemplo de força e resiliência. Por todos os desafios que enfrentou e, ainda assim, nunca deixou de estar ao meu lado, me apoiando e incentivando em cada passo dessa jornada.

Ao meu pai, Edmilson Gabao dos Santos, sou grato por ter me ensinado, com sua sabedoria e exemplo de vida, o verdadeiro significado de ser um homem, princípios que levo comigo em todas as minhas escolhas.

À minha companheira, Leticia Arca da Silva, agradeço profundamente por compartilhar comigo cada momento desta caminhada, superando ao meu lado todas as dificuldades e celebrando cada conquista.

De forma especial e emocionada, dedico este Trabalho de Conclusão de Curso à minha querida e inesquecível avó, cuja memória permanecerá sempre viva em meu coração e em todas as minhas vitórias.

Registro também minha sincera gratidão ao meu sogro, Clovis Leiva da Silva, e à minha sogra, Angela Aparecida Arca da Silva, pelo apoio, carinho e compreensão demonstrados ao longo de toda a minha graduação.

A todos vocês, meu eterno agradecimento.

RESUMO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso tem como objetivo analisar a responsabilidade da administração das companhias de capital aberto no contexto do mercado de capitais brasileiro, à luz da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) e da atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Busca-se examinar a possibilidade de uma companhia ser responsabilizada direta e objetivamente por fraudes no mercado de capitais, bem como identificar se os danos patrimoniais causados aos investidores podem ser reparados pela própria companhia e por seus administradores. A metodologia adotada neste estudo é de natureza dedutiva, com abordagem bibliográfica e documental, fundamentada na análise de obras doutrinárias, artigos científicos, dissertações, teses e no relatório da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) destinada a investigar as inconsistências contábeis, da ordem de 20 bilhões de reais, detectadas nos lançamentos da empresa Americanas S.A., referentes ao exercício de 2022 e períodos anteriores, além da revisão da legislação aplicável à matéria. Os resultados demonstram que a efetividade do regime jurídico das sociedades anônimas depende não apenas da observância formal das normas legais, mas também da ética, da transparência e da diligência dos administradores na condução dos negócios sociais. Conclui-se que o fortalecimento da governança corporativa, aliado à atuação preventiva da CVM e ao cumprimento do dever de informação, constitui elemento essencial para assegurar a integridade do mercado de capitais, a confiança dos investidores e a estabilidade do sistema econômico nacional. Ademais, destaca-se o dever de indenizar os prejuízos causados aos investidores, reconhecendo-os como vítimas diretas em casos de fraude financeira.

Palavras-chave: Mercado de capitais; Responsabilidade dos administradores; Comissão de Valores Mobiliários; Americanas S.A; Responsabilidade Civil.

ABSTRACT

This Final Paper aims to analyze the liability of the management of publicly held companies within the context of the Brazilian capital market, in light of Law No. 6,404/76 (Corporations Law) and the role of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). The study seeks to examine the possibility of a company being held directly and objectively liable for fraud in the capital market, as well as to identify whether the financial losses suffered by investors may be compensated by the company itself and its directors. The methodology adopted in this research is deductive, with a bibliographical and documentary approach, based on the analysis of doctrinal works, scientific articles, dissertations, theses, and the report of the Parliamentary Inquiry Commission (CPI) established to investigate accounting inconsistencies amounting to approximately 20 billion reais detected in the financial statements of Americanas S.A. for the fiscal year 2022 and previous years, in addition to the review of the applicable legislation. The results demonstrate that the effectiveness of the legal framework governing corporations depends not only on the formal observance of legal norms but also on ethics, transparency, and diligence by corporate managers in conducting business affairs. It is concluded that the strengthening of corporate governance, combined with the preventive role of the CVM and the fulfillment of the duty to disclose information, constitutes an essential element to ensure the integrity of the capital market, investor confidence, and the stability of the national economic system. Furthermore, the study highlights the duty to compensate investors for losses, recognizing them as direct victims in cases of financial fraud.

Keywords: Capital market; Directors' liability; Brazilian Securities and Exchange Commission; Americanas S.A; Liability.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1. O MERCADO DE CAPITAIS E O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM).....	11
2. OS DEVERES DA ADMINISTRAÇÃO E RESPONSABILIDADES DA ADMINISTRAÇÃO DA COMPANHIA DE CAPITAL ABERTO.....	24
2.1. Dever de diligência.....	33
2.2. Dever de cumprimento das finalidades da companhia.....	34
2.3. Dever de Lealdade.....	35
2.4. Dever de evitar situações de conflitos de interesses.....	36
2.5. Dever de informar.....	37
2.6. Governança corporativa.....	39
3. A TIPIFICAÇÃO DAS CONDUTAS IRREGULARES E SUAS SANÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS NO MERCADO DE CAPITAIS.....	42
4. O CASO DAS AMERICANAS S.A.....	50
4.1. A falha na administração da companhia e as suas condutas irregulares.....	53
5. A RESPONSABILIZAÇÃO CIVIL DA COMPANHIA.....	59
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	66
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	68

INTRODUÇÃO

Ao longo dos últimos anos, o mercado financeiro pôde observar um grande crescimento na base de investidores pessoas físicas na B3. Em março de 2024, a bolsa brasileira atingiu a marca de 19,4 milhões de pessoas físicas, uma alta de 2% no ano. Conforme relatório da B3 (2024), o número de investidores pessoas físicas na bolsa brasileira apresentou crescimento expressivo nos últimos anos, sobretudo comparando com o ano de 2020, a base de investidores cresceu mais de 80%. Com o aumento no número de investidores na B3, também observamos um crescimento no número de companhias buscando captar esse capital para o financiamento de suas atividades por meio da abertura de capital, ou seja, com a emissão de valores mobiliários. Em dezembro de 2021, foi registrado o maior número de empresas listadas na bolsa, com cerca de 463 companhias, conforme Campos (2024).

Apesar do crescimento registrado nos últimos anos, a bolsa de valores tem enfrentado diversos impactos em sua imagem, refletidos na desvalorização de ações no mercado de valores mobiliários. Esses efeitos estão frequentemente associados à ampla divulgação de casos de fraudes envolvendo companhias emissoras de ações. Por exemplo, as ações da OGX Petróleo e Gás Participações sofreram uma queda de 14,29% após o Ministério Público Federal de São Paulo oferecer uma denúncia por fraude conforme Trevizan (2014). O caso JBS resultou em desvalorização de 44,5% das suas ações, em grande parte devido à Operação Carne Fraca, que revelou fraudes e corrupção de fiscais ambientais, bem como irregularidades cometidas por frigoríficos da companhia conforme notícia, Gazeta do Povo (2017). A Petrobras, por sua vez, registrou desvalorização de 57% em suas ações preferenciais entre 1º de janeiro de 2014 e 31 de dezembro de 2015, período marcado pelas revelações da Operação Lava Jato conforme Segala (2025). No caso da Vale, após o crime ambiental em Brumadinho (MG), as ações caíram 24%, resultando em perda de R\$ 72 bilhões em valor de mercado, conforme Fernandes, Sudré & Pina (2019). Além disso, as ações ordinárias da mineradora sofreram queda de 23,9% após a ruptura da barragem de Mariana conforme noticiado na InfoMoney (2015). Mais recentemente, o caso da Americanas, que é objeto de análise deste estudo, também teve forte repercussão no mercado.

O estudo do caso Americanas S.A. revela-se de extrema relevância acadêmica, jurídica e econômica, especialmente por se tratar de um dos maiores escândalos corporativos já registrados no mercado de capitais brasileiro. O episódio, que ganhou notoriedade em 2023, trouxe à tona uma série de falhas de governança, irregularidades

contábeis e omissões informacionais que serão tratados a posterior que impactaram não apenas a companhia e seus acionistas, mas também o sistema financeiro e o mercado de capitais como um todo.

Em primeiro lugar, o caso é importante por evidenciar a fragilidade dos mecanismos de controle interno e de auditoria em grandes companhias de capital aberto. As inconsistências bilionárias identificadas nas demonstrações financeiras da Americanas apontam para falhas no dever de diligência e no dever de informar, ambos previstos na Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.), expondo como a falta de transparência e de fiscalização adequada pode comprometer a confiança dos investidores e desestabilizar o mercado que ocasionaram um efeitos em cadeia, afetando bancos credores, fornecedores, consumidores e investidores, além de provocar oscilações relevantes na Bolsa de Valores. Dessa forma, o caso constitui um marco empírico para compreender os reflexos jurídicos e econômicos decorrentes da violação de deveres fiduciários no âmbito empresarial.

Além disso, o caso contribui para a análise da responsabilidade civil e administrativa dos administradores, uma vez que levanta discussões sobre a aplicação prática dos deveres de lealdade, diligência e boa-fé, bem como sobre os limites da atuação dos órgãos de governança corporativa. A crise da Americanas demonstrou como a ausência de uma cultura organizacional voltada à ética, ao compliance e à prestação de contas pode resultar em graves prejuízos patrimoniais e reputacionais.

Ademais, a análise do caso Americanas S.A. é fundamental para o aperfeiçoamento dos instrumentos regulatórios e de supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visto que conforme citado na CPI “uma das especiais preocupações da Comissão foi identificar as lacunas legislativas que tornaram o mercado corporativo brasileiro permeável e suscetível à ocorrência dos fatos”.

Hoje, em nosso ordenamento jurídico, há um sistema de responsabilização individual por atos ilícitos, com destaque para a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Capitais), a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas - LSA), e os regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Contudo, não há previsão de mecanismos de responsabilização direta e adequada das companhias em relação aos investidores lesados por fraudes praticadas no mercado.

A metodologia a utilizar-se a abordagem dedutiva, através do procedimento bibliográfica e documental, por meio da leitura de obras, artigos científicos, dissertações, o relatório da Comissão Parlamentar de inquérito destinada a investigar as inconsistências da ordem de 20 bilhões de reais detectadas em lançamentos contábeis da empresa Americanas

S.A. Realizados no exercício de 2022 e em exercícios anteriores - CPI Americanas e teses sobre o tema, bem como a revisão da legislação que se aplica à matéria.

O presente trabalho tem como objetivo geral analisar a possibilidade de responsabilização direta e objetiva das companhias abertas por fraudes praticadas no mercado de capitais, identificando se os danos patrimoniais causados aos investidores configuram-se como danos diretos, passíveis de indenização individual. Para alcançar esse propósito, busca-se, inicialmente, examinar o dever de boa-fé objetiva e de transparência das companhias no exercício de suas atividades no mercado de capitais, compreendendo de que forma tais princípios orientam a conduta empresarial e a proteção dos investidores.

Em seguida, pretende-se investigar o arcabouço jurídico aplicável, especialmente as Leis nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas) e nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Capitais), bem como os regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), analisando os mecanismos de responsabilização civil previstos na legislação brasileira e distinguindo entre a responsabilidade individual dos administradores e a responsabilidade direta da companhia.

Além disso, busca-se discutir a natureza dos danos, diretos ou indiretos, sofridos pelos investidores em casos de fraudes corporativas e manipulação de informações, de modo a compreender as consequências jurídicas e econômicas desses eventos. Por fim, objetiva-se identificar as limitações do sistema jurídico brasileiro quanto à reparação dos prejuízos causados aos investidores em decorrência de atos ilícitos cometidos por administradores ou pela própria companhia, contribuindo, assim, para o debate acerca da efetividade dos mecanismos de governança e transparência no fortalecimento da confiança no mercado de capitais brasileiro.

1. O MERCADO DE CAPITAIS E O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Segundo Pinheiro (2019, p. 145), o mercado de capitais é definido “como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores”. Contudo, vale compreender o significado de "mercado".

O termo mercado pode ser compreendido como o processo pelo qual as pessoas interessadas em vender algum produto ou serviço encontram-se com pessoas interessadas em comprar esse mesmo produto ou serviço. Tanto compradores quanto vendedores, após uma análise de suas alternativas, realizam a transação que melhor atende a suas necessidades, estabelecendo um preço de equilíbrio em um processo conhecido como lei de oferta e demanda (Oliveira e Pacheco, 2017, p. 17).

Ou seja, o mercado de capitais é uma parte do mercado financeiro, servindo como ambiente para negociações de valores mobiliários, como ações, debêntures, *commercial papers*, títulos públicos e privados, e fundos de investimento imobiliário.

Pinheiro (2019, p. 145) define as ações como “títulos de participação negociáveis que representam parte do capital social de uma sociedade econômica, conferindo ao seu possuidor o direito de participar de sua vida social.” Segundo o autor, as ações surgiram como uma forma jurídica na Inglaterra, em 1553, com o propósito de financiar a Muscovy Company, que tinha como objetivo alcançar o mercado Russo por meio da navegação. Ao adquirir ações, o investidor se torna sócio da empresa, com direito a uma parcela dos lucros (dividendos) e, em alguns casos, a participar das decisões da companhia nas assembleias.

A motivação para investir por meio da compra de ações, seja em uma oferta pública ou na bolsa de valores, reside no fato de que, ao adquirir ações, o investidor passa a ter direitos e deveres em relação à empresa. Assim, no momento da distribuição de lucros aos acionistas, conhecida como dividendos, o investidor recebe sua devida remuneração. Além dos dividendos, as empresas podem recompensar seus acionistas por meio de juros sobre o capital próprio, direitos de subscrição ou bonificações em ações conforme Pesente (2019, p. 82). É relevante destacar que, desde suas origens, as ações representaram uma forma de investimento única.

Diferentemente das demais formas de investimento da época – como o ouro e as pedras preciosas – as ações têm a possibilidade de produzir renda (consubstanciada nos dividendos); muito embora elas não oferecessem a garantia

da estabilidade do valor, dependendo este do desempenho da sociedade emissora, em certa medida os atrativos das ações eram (e ainda o são) superiores aos demais investimentos, mormente em razão da sua liquidez. As ações eram, portanto, um instrumento societário que permitia mobilizar recursos financeiros acumulados e provenientes de outros setores sociais (e.g. proprietários de terras, nobreza, clero, altos funcionários, etc.) em favor da classe burguesa. A grande vantagem dessa nova forma de financiamento em comparação aos instrumentos de financiamento da época era evidente: o capital aportado pelos acionistas é, diferentemente dos recursos que advêm de banqueiros ou outros financiadores, um capital de risco; logo, verificada a quebra da empresa e a perda do montante aportado, nada se deve aos acionistas, os quais, na condição de sócios, devem suportar os riscos do empreendimento; da mesma forma inexistente a cobrança de juros prefixados e com vencimentos rígidos, como ocorre nos empréstimos em geral; isso sem mencionar a figura do dividendo, que corresponde a um rendimento peculiar do investimento em ações, cuja periodicidade de sua distribuição dependerá das contingências do negócio explorado pela sociedade (Silva, 2015, p. 172).

As ações são negociadas na bolsa de valores, permitindo aos investidores comprá-las e vendê-las conforme as variações de preço. A maior parte da receita gerada pela venda de ações em uma oferta pública inicial (IPO) é destinada à empresa emissora, enquanto uma pequena parcela é direcionada às instituições financeiras que intermedeiam o processo entre os investidores e a empresa durante a abertura de capital. Esse fluxo de captação de recursos diretamente do investidor para a empresa é denominado mercado primário conforme Pesente (2019, p. 28).

Pesente (2019, p. 87) também esclarece que, após a oferta pública, os investidores que adquiriram ações podem negociá-las na bolsa de valores, um ambiente que facilita a intermediação entre compradores e vendedores. Quando uma negociação ocorre na bolsa, ou seja, quando um agente compra ações de outro vendedor, o capital envolvido na transação não vai para a empresa emissora, mas sim para o vendedor. Essa dinâmica é conhecida como mercado secundário.

As debêntures, por sua vez, são títulos de dívida emitidos por empresas. Quando uma empresa emite debêntures, compromete-se a devolver o valor emprestado com juros, em condições previamente estabelecidas. Trata-se de uma forma de captar recursos diretamente no mercado, sem a necessidade de recorrer a empréstimos bancários, geralmente para financiar projetos de investimento ou alongar o perfil de dívida. Para o investidor, as debêntures oferecem a oportunidade de ganhos com juros, funcionando de maneira semelhante a um empréstimo. Segundo a ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2024), o montante de emissões de debêntures acumulado nos nove primeiros meses de 2024 atingiu R\$541,9 bilhões, superando em 15,9% o total registrado em todo o ano de 2023.

Já os títulos públicos são emitidos pelo governo e têm como objetivo financiar suas atividades e investimentos, como obras de infraestrutura. Estes títulos são considerados de baixo risco, pois o emissor é o próprio Estado, o que os torna uma opção atrativa para investidores que buscam segurança. Além disso, são amplamente utilizados para o controle da política monetária. No ano de 2023, o Relatório Anual da Dívida Pública Federal do Tesouro (2023) demonstrou que a Dívida Pública Federal alcançou o valor de R\$ 6,52 trilhões. Essa dívida é gerada por meio da venda de títulos públicos, mecanismo utilizado pelo governo para captar recursos e financiar suas atividades.

Os fundos de investimento são instrumentos que permitem o investimento coletivo. Nesse modelo, diversos investidores reúnem seus recursos para aplicar em uma carteira diversificada de ativos, como ações, títulos de renda fixa, moedas, entre outros. Segundo dados do relatório da ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2024) há um total de 39.565.803¹ contas registradas em fundos de investimento no Brasil, gerando um patrimônio líquido de R\$ 9.366.106,4. Cada fundo possui um gestor profissional que toma as decisões de investimento de acordo com a política estabelecida, proporcionando aos investidores acesso a uma gestão especializada e diversificação de risco, AMBIMA (2024, p. 14).

Por fim, Swaps, opções e contratos futuros são exemplos de derivativos, isto é, instrumentos financeiros cujos valores estão associados a variáveis subjacentes segundo Hull (2018, p. 172), essas variáveis podem ser uma ação, uma commodity, uma moeda ou até mesmo um índice, contudo no Brasil, as variáveis subjacentes dos derivativos usados pelas companhias não financeiras são comumente moedas, seguidas por taxas de juros e commodities conforme Saito; Schiozer (2007, p. 97-107).

As empresas podem utilizar derivativos como: cobertura de risco (hedge); especulação; e benefício dos administradores (fins gerenciais). No primeiro caso, os gestores os usam para aumentar a previsibilidade das receitas e despesas da firma, reduzindo a volatilidade de seus fluxos de caixa conforme Altuntas et al. (2017, p. 1-22). No segundo caso, quando empregados com finalidade especulativa, busca-se incrementar a rentabilidade da organização, contudo, em geral, tais práticas também podem resultar em prejuízos significativos, elevando o risco da companhia, visto que se trata de um passivo contraído conforme Adam; Fernando; Salas (2017, p. 269-282). Por fim, o terceiro caso em que os insiders também podem utilizar derivativos para fins gerenciais, objetivando

¹ O número de contas não representa o número de CPFs. Cada cliente pode ter aplicações em mais de uma classe e/ou subclasse de investimento ou mais do que uma instituição.

proteger os próprios interesses e não maximizar o valor da firma Segundo Kumar; Rabinovitch (2013, p. 887-917).

Após a definição de todos os elementos comercializados no mercado de capitais, fica evidente que esse mercado está em constante evolução. O ponto de partida foi dado com a venda de ações, e posteriormente surgiram outros instrumentos, como as debêntures, ou, no caso de entes públicos, a venda de títulos. Cada um desses elementos visa atender a uma necessidade específica, seja da iniciativa privada ou do setor público. Contudo, é visível que ambos compartilham uma necessidade comum: a busca por capital.

Esse ambiente é composto por diversas instituições, como bolsas de valores, instituições financeiras e órgãos reguladores, e tem como função conectar empresas, governos e outras entidades que necessitam de recursos financeiros a investidores com capital disponível. A principal diferença entre o mercado financeiro e o mercado de capitais, segundo Toscano Junior (2004, p. 31), "é a ausência de spread bancário, o que torna a captação de recursos pelas empresas mais barata."

Rudge e Cavalcante (1996, p. 172) observam que as origens das bolsas de valores remontam aos "emporium dos gregos, aos collegium mercatorum dos romanos, ou aos funduks (bazares) dos palestinos" Destaca-se que:

Alguns historiadores apontam o início da bolsa de valores na Roma Antiga, enquanto outros defendem que seu surgimento se deu na Grécia Antiga, onde comerciantes se reuniam nas maiores praças para negociar. De toda forma, essas instituições primitivas diferem muito das bolsas de valores modernas (Ruiz, 2003).

Gomes (1997, p. 189-202) esclarece que as primeiras bolsas com características modernas surgiram no contexto de intensificação do comércio a partir do século XV. Ele explica que:

As primeiras bolsas modernas emergiram em resposta ao crescimento das atividades comerciais e da formação de corporações de mercadores e banqueiros, que precisavam de um local para realizar suas transações. Foi em Bruges, na Bélgica, em 1487, que a palavra 'bolsa' adquiriu um significado comercial e financeiro, quando mercadores se reuniam na casa do senhor Van der Burse para negociar. A partir de então, surgiram as bolsas de Antuérpia e Amsterdã em 1561, seguidas pelas bolsas de Lyon, Bordéus e Marselha em 1595. A bolsa de Londres, a Royal Exchange, foi criada na segunda metade do século XVI, enquanto a primeira bolsa em Paris surgiu em 1639 (Gomes, 1997, p. 189-202).

O surgimento do mercado de capitais foi um processo gradual, conforme destacado por Carvalhosa (2018, p.148), que observa uma evolução histórica, inclusive na forma de constituição das empresas. Essa evolução pode ser dividida em três períodos distintos:

Período dos Privilégios: Nesse estágio, a criação de companhias dependia de uma concessão do Estado, que oferecia um tratamento específico e exclusivo às empresas. Neste período, a intervenção do Estado era intrínseca à atividade econômica, pois essas operações eram vistas como atividades do próprio Estado, permitindo à coroa decidir sobre a continuidade das companhias. Um exemplo foi a dissolução da Companhia das Índias Ocidentais, realizada por Luís XIV em 1674, incorporando as posses da companhia ao patrimônio da coroa;

Período de Liberdade: Com o tempo, passou-se a permitir a constituição de empresas mediante autorização administrativa, promovendo maior liberdade para que as pessoas formassem companhias sem a necessidade de um ato soberano. Neste período, com a ascensão da burguesia após a Revolução Francesa de 1789, houve a normatização das relações comerciais e a elaboração do Código Comercial Francês em 1807. Esse código reduziu a burocracia e permitiu a livre constituição de companhias por particulares, em contraste com o período anterior, instituindo apenas normas regulamentadoras e exigindo a aprovação do Estado apenas em caráter administrativo, conforme Ascarelli (1947, p. 455).

Período Administrativo: Neste período, a criação de companhias passou a ocorrer mediante registro no órgão competente, com base na autodeterminação dos interessados e em conformidade com o regime legal vigente. Esse período teve início após 1863, quando foram estabelecidas normas específicas sobre o processo de constituição e funcionamento das companhias, visando ao reconhecimento formal de sua existência e exigindo apenas uma chancela administrativa para verificação. Dessa forma, o Estado promoveu a livre constituição de companhias, limitando-se ao papel de registrar os atos societários e analisar aspectos formais das empresas. A responsabilidade pelo cumprimento das normas foi delegada inicialmente aos administradores e fundadores e, atualmente, até o acionista controlador pode ser responsabilizado por irregularidades na administração da companhia, sob o princípio da boa-fé na condução dos negócios.

A sociedade anônima conheceu três sistemas distintos de formação. Nos séculos XVII e XVIII vigorou o sistema dos privilégios, sendo a criação de uma sociedade anônima um ato de governo. Não era a sociedade o fruto da vontade das partes, mas sim uma concessão do Estado aos interessados, através de um ato legislativo, que definia o regime especial daquela sociedade, não aplicável às

demais. Passou-se, depois, ao sistema da autorização. Neste, a sociedade era criada pelos interessados, mas esse ato de criação dependia de preliminar autorização do Governo.

Finalmente, sobreveio o sistema da livre criação, que é o atualmente vigente. As sociedades anônimas são livremente criadas pelos seus fundadores, impondo-se apenas, tal como acontece com as demais sociedades comerciais, a obrigatoriedade do arquivamento dos atos constitutivos no Registro de Empresas (Borba 2004, p. 11).

As bolsas de valores, por sua vez, desenvolveram-se de forma espontânea entre mercadores e comerciantes, evoluindo com o tempo até serem formalmente regulamentadas. Um marco crucial nesse desenvolvimento foi a criação da Companhia das Índias Orientais Holandesas (VOC) em 1602. A VOC foi a primeira empresa a emitir ações públicas, permitindo que investidores comprassem participações da companhia. O objetivo era obter capital para financiar expedições comerciais, que envolviam altos custos, como a construção de navios e a contratação de tripulações. A emissão pública de ações ofereceu uma alternativa de capitalização que não dependia de empréstimos onerosos.

[as] sociedades anônimas foram as companhias de colonização, organizadas pelos Estados Modernos, nos séculos XVII e XVIII, para viabilizar os empreendimentos de conquista e manutenção de colônias, bem como o desenvolvimento do comércio ultramarino. Na Era Colonial, havia, por exemplo, sete diferentes ‘Companhia das Índias Orientais’, sendo a primeira e mais famosa a organizada pelo Estado holandês, de 1602. ‘Companhia das Índias Ocidentais’ eram quatro: a francesa, a sueca, a dinamarquesa e a holandesa, esta última, constituída em 1621 com o propósito específico de empreender a conquista do território brasileiro, foi a responsável pelas invasões de Salvador, em 1624, e de Recife e Olinda, em 1630. Coelho (2018, p. 59-60).

Nesse sentido, temos a valiosa contribuição:

Assim surgiram e se impuseram as sociedades por ações no século XVII, formadas pela conjunção de capitais públicos e particulares, estes na maior parte de armadores náuticos, e, algumas vezes, com a participação de judeus, cujos bens eram liberados, para esses investimentos, da Inquisição, como ocorreu na incorporação, sob o ministério de Pombal, da Companhia do Grão-Pará para colonização do norte do Brasil. Configuravam essas companhias verdadeiras sociedades modernamente denominadas sociedades de economia mista, formadas de capitais públicos e privados, com finalidade de cumprir objetivos de interesse público, de forma descentralizada. Martins (2008, p. 282).

Finalmente, Pinheiro (2019, p. 145-146) reforça que o mercado de capitais surgiu quando o mercado de crédito já não atendia às necessidades da atividade produtiva, principalmente no que diz respeito a prazos, custos e exigibilidades adequadas. Assim, o mercado de capitais foi fundamentado em dois princípios: contribuir para o desenvolvimento econômico ao promover o investimento e estimular a formação da

poupança privada, além de permitir a participação coletiva na riqueza e nos resultados da economia por meio de um sistema pluralista baseado na economia de mercado.

No Brasil, a primeira bolsa de valores foi criada em 1851 na então capital, o Rio de Janeiro - RJ, sendo que, no mesmo ano, também surgiu a bolsa de valores na cidade de Salvador - BA. No estado de São Paulo, a primeira bolsa foi criada em 1890, quando o empresário Emílio Rangel Pestana idealizou a chamada Bolsa Livre. Contudo, devido às consequências desfavoráveis da política econômica de emissão de papel-moeda implementada pelo então Ministro da Fazenda, Ruy Barbosa, a Bolsa Livre teve suas operações encerradas em 1891, conforme Portal do Investidor do Governo Federal (2022).

Somente quatro anos após o encerramento da Bolsa Livre, a cidade de São Paulo voltou a ter uma bolsa de valores, chamada Bolsa de Títulos de São Paulo, que reuniu corretores de títulos e câmbio, realizando a negociação de títulos de dívida emitidos por governos e empresas, além de ações emitidas por companhias. Com o advento dos anos 2000, a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) consolidou-se como a principal bolsa de valores do país, após o encerramento das atividades da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 2002, da Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas em 2000, além de outras bolsas regionais, como a Bolsa de Valores de Minas Gerais, Espírito Santo e Brasília em 2000, a Bolsa de Valores do Extremo Sul em 2003, a Bolsa de Valores de Santos em 2000, a Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba em 2000, a Bolsa de Valores do Paraná em 2000 e a Bolsa Regional em 2002, Bracello (2018, p. 10-30).

Embora no Brasil houvesse diversas bolsas de valores espalhadas por todo o território nacional, é importante entender que, até a década de 1960, essas bolsas eram pouco conhecidas, e o tipo de investimento mais popular era o imobiliário, ou seja, a compra de imóveis. Esse cenário começou a mudar com a criação da Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária no país. Em 1965, foi criada a Lei 4.728, de 14/07/1965, conhecida como Lei de Mercado de Capitais, que regulamentou o mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

É importante ressaltar que com a criação da Lei 4.728/65, houve a facilitação da captação de recursos pelas empresas através da emissão de ações e debêntures, permitindo às companhias diversificar suas fontes de financiamento além dos empréstimos bancários. Isso estimulou o desenvolvimento econômico ao tornar o financiamento de longo prazo mais acessível.

Ela introduziu maior controle e regulação, promovendo a confiança no sistema financeiro e criando bases para o surgimento de instituições como a Comissão de Valores

Mobiliários (CVM), que viria a ser criada em 1976 para dar continuidade ao trabalho iniciado por essa lei.

O investidor no mercado de capitais busca equilibrar três fatores fundamentais em suas aplicações: retorno, prazo e segurança. Esses elementos são avaliados com base na rentabilidade, liquidez e no nível de risco associado a cada ativo. Dessa forma, evidencia-se que a rentabilidade está sempre relacionada ao risco, de modo que o nível de risco que o investidor está disposto a assumir influenciará diretamente a possibilidade de alcançar maior ou menor lucratividade.

A postura de um investidor diante do risco é essencialmente pessoal, não havendo uma resposta única que se aplique a todas as situações. O destaca-se a contribuição:

a preocupação maior nas decisões de investimento em situação de incerteza é expressar as preferências do investidor em relação ao conflito risco/retorno inerente a toda alternativa financeira. Em outras palavras, deseja-se refletir sobre suas preferências com relação a um determinado nível de consumo atual, ou maior no futuro, porém associado a um certo grau de risco. (Assaf Neto, 2018, p. 380).

Entre as alternativas de investimento no mercado de capitais, destacam-se as ações, que são os principais títulos negociados nesse mercado, representando o capital de empresas. Ao investir em ações, o investidor contribui para a produção de bens e serviços, cujos benefícios também lhe serão concedidos na qualidade de consumidor. Além de se tornar sócio da empresa, o investidor pode eventualmente ser remunerado com dividendos e lucros obtidos. Além das ações, incluem-se também os empréstimos tomados por empresas, as debêntures conversíveis em ações, os bônus de subscrição e os "*commercial papers*"².

De acordo com Oliveira e Pacheco (2017, p. 27), a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) é uma autarquia vinculada diretamente ao ministério da fazenda, criada pela lei nº 6.385 de 07/12/1976, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil.

Os objetivos centrais da CVM constam do Art. 4º da Lei nº 6.385/1976, conhecida como Lei do Mercado de Capitais (Brasil, 1976):

“Art . 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:
I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

² Títulos de emissão de sociedades anônimas abertas, representativos de dívida de curto prazo (mínimo de 30 e máximo de 360 dias).

- II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
- IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
 - a) emissões irregulares de valores mobiliários;
 - b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.
 - c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
- V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.” (Brasil, 1976).

Inicialmente, a CVM não possuía muitos poderes devido à falta de tradição de fiscalização em nosso mercado e à ausência de meios para a aplicação de suas determinações, caracterizando-se, assim, como uma entidade com um caráter programático.

...a CVM tinha poderes de intervenção muito limitados em relação ao mercado de capitais, tanto em virtude da relativa timidez da lei e da regulamentação, quanto pela sua própria estrutura, não tendo independência de fato em relação aos demais órgãos da administração e inclusive, e especialmente, em relação às grandes sociedades de economia mista. Ademais, faltavam-lhe pessoal e material, equipes e equipamentos, por ter um orçamento muito limitado para regular e fiscalizar um grande universo de sociedades abertas e instituições financeiras, abrangendo bolsas, bancos de investimento, corretoras e distribuidoras (Wald 2006, p.5).

Devido aos seus objetivos principais, ela é popularmente conhecida como o "xerife do mercado de capitais". A atuação da CVM abrange três amplos segmentos: as instituições de mercado (como as bolsas de valores), as companhias abertas e os investidores.

Conforme a própria autarquia descreve:

A CVM, no exercício de suas funções, seguirá os preceitos do sistema que se baseia na economia de mercado e na livre iniciativa, reconhecido como o mais eficaz para a promoção e desenvolvimento do País.
A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como

resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1979).

Portanto, fica evidente que a CVM coordena e mantém a ordem no mercado de capitais, facilitando a comunicação e promovendo uma relação financeira estável entre agentes superavitários e deficitários. Isso é feito por meio de instituições como a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), atualmente denominada Brasil, Bolsa, Balcão (B3), além de corretoras e outras entidades.

É importante destacar que, antes da promulgação da Lei nº 6.385/76, o mercado de valores mobiliários no Brasil não era desprovido de regulamentação. A Lei nº 3.150/1882 já estabelecia medidas para mitigar ilícitos que poderiam manipular o mercado, especialmente no que diz respeito ao dever de as companhias emissoras de títulos mobiliários informarem os investidores. Isso incluía a divulgação de alterações estatutárias importantes, balanços, transferências de ações e outras informações relevantes ao público.

A regulação de mercado de capitais abrange um amplo leque de medidas que tem, progressivamente, se alargado [...]. Sua origem histórica e, ainda hoje, seu denominador comum encontram-se na necessidade de enfrentamento das assimetrias informacionais existentes quando da aquisição de valores mobiliários. Tendo em vista a posição fragilizada do investidor ante outros agentes – como o acionista controlador ou os administradores da companhia, por exemplo – a regulação de mercado de capitais é baseada (i) na prestação de informações, em tempo hábil, de modo a nivelar o conhecimento de todos os agentes de mercado (o que se convencionou chamar de full disclosure) e (ii) em regras de conduta que impeçam, àqueles agentes privilegiadamente posicionados, o uso das informações antes da divulgação (a vedação ao insider trading). Com isso, se procura criar um mercado confiável e um processo de formação de preços dos ativos mais legítimo (Yazbek, 2015, p. 241-242)

A estrutura da CVM é organizada de forma a garantir a eficácia de suas atividades e a proteção dos investidores.

No topo da hierarquia, encontra-se a Comissão, composta por cinco membros, incluindo um presidente, todos nomeados pelo presidente da República, conforme o artigo 6 da Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Esses integrantes devem possuir ampla experiência no mercado financeiro e em valores mobiliários, assegurando a qualidade da governança da entidade.

Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais (Brasil, 1976).

Desse modo, a mesma atua como um órgão de deliberação colegiada, expressando-se através dos votos dos membros de sua direção. O Presidente e os quatro Diretores têm a mesma competência para avaliar as questões apresentadas à comissão, não havendo hierarquia entre eles na contagem dos votos, exceto em casos de empate, onde a decisão do Presidente prevalecerá, através do 'voto de minerva' conforme Eizirik; Gaal; Parente; Henriques (2008, p. 245).

A CVM é dividida em várias superintendências, cada uma responsável por áreas específicas de atuação. A Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) tem como foco o fomento do mercado de valores mobiliários, promovendo a educação financeira e a transparência nas relações. A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRVM) é encarregada do registro de emissões de valores mobiliários, além de analisar ofertas públicas, garantindo que os procedimentos estejam em conformidade com as normas estabelecidas. A Superintendência de Relações com Investidores (SRI) cuida da regulamentação das informações divulgadas pelas companhias abertas, protegendo assim os interesses dos investidores.

A supervisão das instituições que atuam no mercado, como corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, é realizada pela Superintendência de Supervisão de Intermediários (SSI). Por sua vez, a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC) trata das normas contábeis e auditoriais aplicáveis às companhias abertas e às entidades do mercado, assegurando que as práticas contábeis sejam seguidas adequadamente.

Além das superintendências, a CVM conta com áreas de apoio que oferecem suporte às suas atividades. Entre essas áreas estão a Assessoria Jurídica, que lida com questões legais, a Assessoria de Comunicação, responsável pela disseminação de informações e pelo relacionamento com a imprensa, e a Gerência de Tecnologia da Informação, que gerencia os sistemas e ferramentas tecnológicas da instituição.

É importante destacar que, segundo o Boletim Econômico do 3º trimestre de 2024, a CVM possui 88.698 participantes regulamentados, Esses participantes incluem investidores não residentes, fundos de investimento, administradores de carteira, analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, coordenadores de ofertas de valores mobiliários, intermediários de valores mobiliários, assessores de investimento, custodiantes de valores mobiliários, escrituradores de valores mobiliários, administradoras de mercado organizado, depositárias centrais, plataformas eletrônicas de crowdfunding,

companhias abertas, estrangeiras e incentivadas (com registro ativo), companhias securitizadoras, auditores independentes e agências de rating.

Em contraste com o número de participantes regulado, segundo informe do RH de 2020, a CVM conta com 551 servidores (Brasil, 2020).

A estimativa para o valor total do mercado regulado é de R\$ 55,05 trilhões (BRASIL, 2024), pois não inclui todos os valores mobiliários sob jurisdição da CVM. Para os anos anteriores, essa estimativa corresponde à informação de final de período.

Além disso, no ano de 2024, o orçamento atualizado corresponde a R\$885,23 milhões, sendo R\$81.903.276,00 previstos para o pagamento de encargos previdenciários e R\$566.779.753,00 em reserva de contingência (Brasil, 2024).

O mercado financeiro pôde observar um grande crescimento na base de investidores pessoas físicas na B3. Em março de 2024, a bolsa brasileira atingiu a marca de 19,4 milhões de pessoas físicas, uma alta de 2% no ano. Comparando com o ano de 2020, a base de investidores cresceu mais de 80% conforme dados da B3 (2024). Com o aumento no número de investidores na B3, também observamos um crescimento no número de companhias buscando captar esse capital para o financiamento de suas atividades por meio da abertura de capital, ou seja, com a emissão de valores mobiliários. Em dezembro de 2021, foi registrado o maior número de empresas listadas na bolsa, com cerca de 463 companhias Valor Econômico (2024, p.n.).

Conforme a declaração de Marina Copola, Diretora da CVM, houve um aumento expressivo da base de investidores e do volume de ativos; contudo, o orçamento e a contratação de pessoal não acompanharam tal movimento.

Essa não é a mesma CVM que eu encontrei há 15 anos. Além de um aumento expressivo da base de investidores e do volume de ativos, um horizonte novo se abriu por conta da tecnologia e mudanças que foram aceleradas, como resultado da pandemia. Ao mesmo tempo, a CVM vem sofrendo com a perda de orçamento dos servidores. Por isso, acredito que precisamos seguir atentos aos avanços tecnológicos e seus impactos nas ofertas de ativos e serviços. (CVM, 2024)

Diante de todo o exposto, fica evidente que o mercado de capitais brasileiro passou por um processo histórico de amadurecimento, desde as primeiras bolsas regionais até a consolidação da B3 como principal ambiente de negociação. Esse desenvolvimento não se dá apenas pela expansão de instrumentos financeiros e pelo aumento da base de investidores, mas também pelo fortalecimento da governança corporativa, que estabelece deveres e responsabilidades claros para a administração das companhias de capital aberto.

A atuação responsável dos gestores — pautada na transparência, na prestação adequada de informações e na observância dos interesses de todos os acionistas — é fundamental para garantir a confiança do mercado, reduzir riscos de fraudes e assegurar o funcionamento eficiente e regular das operações. Assim, o mercado de capitais não apenas facilita o financiamento de empresas e a formação de poupança privada, como também exige que a administração corporativa exerça suas funções com diligência, ética e responsabilidade, consolidando a sustentabilidade e a credibilidade do sistema financeiro nacional.

2. OS DEVERES DA ADMINISTRAÇÃO E RESPONSABILIDADES DA ADMINISTRAÇÃO DA COMPANHIA DE CAPITAL ABERTO

As sociedades anônimas são pessoas jurídicas que exercem comércio, com um patrimônio constituído pelas subscrições dos sócios, neste sentido:

A sociedade anônima é uma pessoa jurídica que exerce o comércio com um patrimônio unicamente constituído pelas subscrições dos sócios. O que constitui o seu caráter essencial, o que distingue das precedentes formas de sociedade, está em que nenhum dos sócios é obrigado pessoalmente a responder pelas dívidas sociais: não oferece em garantia o patrimônio particular dos sócios ou de algum deles, mas simplesmente o próprio. É precisamente por isso que se lhe chama uma sociedade de capitais, em antítese à sociedade em nome coletivo, que se chama uma sociedade de pessoas (Cesare Vivante, 2003 p. 107-108).

A Lei 6.404, em seu artigo 1º., afirma que “a companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.”, contudo o Código Civil, em seus artigos 1.088 e 1.089, afirma que: “Art. 1088. Na sociedade anônima ou companhia, o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir.” e o artigo 1089 : “A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código.”

Dessa forma, pela análise da legislação, observa-se que as características essenciais das sociedades anônimas incluem a divisão de seu capital em ações e a responsabilidade limitada dos acionistas, restrita ao valor de emissão das ações subscritas ou adquiridas. Isso significa que os acionistas não respondem com seu patrimônio pessoal pelas obrigações da sociedade. Além disso, há liberdade na transferência de ações, o que não afeta a estrutura societária, pois o foco das sociedades anônimas recai no capital que cada ação representa, e não na identidade dos sócios.

É importante destacar que já na Idade Média existiam associações navais com características semelhantes às das sociedades anônimas, em que pessoas interessadas na construção e exploração de navios possuíam responsabilidade limitada ao valor do navio. No entanto, as sociedades anônimas foram oficialmente introduzidas no Brasil com a promulgação do Decreto nº 575, de 10 de janeiro de 1849, que, em seu Art. 1º, estabelecia que “nenhuma sociedade anônima poderá ser incorporada sem autorização do Governo e sem que seja por ele aprovado o contrato que a constituir”. Ao longo do tempo, as regulamentações sobre a formalização de empresas foram se alterando. Em 1882, a Lei nº 3.150, de 4 de novembro, eliminou a necessidade de autorização para a constituição dessa

classe empresarial, exigindo apenas autorização para atividades específicas, como bancos, seguradoras e sociedades estrangeiras. Conforme define Borba (2007, p. 154), o Estado passou a desempenhar o papel de verificar o cumprimento das formalidades.

Art. 1º. As companhias ou sociedades anonymas, quer o seu objecto seja commercial quer civil, se podem estabelecer sem autorização do Governo. Tanto umas como outras sociedades são reguladas por esta lei. § 1º Não se podem constituir Bancos de circulação sem prévia autorização legislativa. § 2º Continuam a depender de autorização do Governo para que se possam organizar: 1º As associações e corporações religiosas; 2º Os monte-pios, os montes de socorro ou de piedade, as caixas economicas e as sociedades de seguros mutuos; 3º As sociedades anonymas, que tiverem por objecto o commercio ou fornecimento de generos ou substancias alimentares. Continuam tambem a depender de autorização do Governo, para funcionarem no Imperio, as sociedades anonymas estrangeiras (CÂMARA DOS DEPUTADOS, 1976, p.n.)

Atualmente, as sociedades anônimas são regidas por uma norma própria, denominada Lei das Sociedades Anônimas (LSA), estabelecida pela Lei nº 6.404, promulgada em 15 de dezembro de 1976. Segundo a Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976 (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários, 1976), o projeto visava principalmente fortalecer o mercado de capitais e fomentar a mobilização da poupança popular para esse mercado.

4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade (Simonsen, 1976, p.n).

As sociedades anônimas classificam-se em dois tipos: capital aberto e capital fechado. A sociedade anônima de capital aberto permite que seus valores mobiliários, como ações, sejam negociados publicamente em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão. Em contrapartida, a sociedade anônima de capital fechado não admite a negociação de suas ações nesses ambientes, preservando um caráter mais restritivo e pessoal, que vai além da mera formação de capital. O artigo 36 da Lei 6.404/76 estabelece que o estatuto de uma sociedade anônima de capital fechado pode limitar a circulação de ações nominativas, refletindo seu caráter *intuitu personae*. Essa característica possibilita que os sócios controlem a entrada de novos acionistas, garantindo que apenas pessoas de sua escolha façam parte da sociedade. Diferencia-se, assim, das empresas de capital aberto, as quais,

conforme Requião (2005, p. 7), estão abertas ao investimento de qualquer acionista, seja ele um pequeno investidor ou um grande investidor.

Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de "Registro de Ações Nominativas" (Brasil, 1976, p.n.).

A negociação de ações, títulos e valores mobiliários em bolsas de sociedades anônimas só é permitida para comercialização aberta após a autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A CVM pode recusar o registro da companhia no mercado de capitais, ou seja, na bolsa de valores, caso a empresa não cumpra os requisitos necessários para sua admissão. Essa autorização é fundamental para garantir a conformidade das empresas com as regulamentações do mercado, assegurando a proteção dos investidores e a transparência nas operações.

Além disso, é importante destacar que, caso a companhia de capital aberto apresente alguma irregularidade em seus deveres e responsabilidades, a CVM pode cancelar ou suspender o registro da empresa. Essa possibilidade de intervenção é essencial para manter a integridade do mercado de capitais e a confiança dos investidores.

Os deveres e as responsabilidades da administração de uma companhia de capital aberto são fundamentais para garantir a governança corporativa, a transparência e a proteção dos interesses dos acionistas e do mercado. Desta maneira, o legislador ao elaborar o Código Civil de 2015 prevê, em seu artigo 1.022, seção IV, que “A sociedade adquire direitos, assume obrigações e procede judicialmente, por meio de administradores com poderes especiais, ou, não os havendo, por intermédio de qualquer administrador.” (Brasil, 2002). De encontro, a Lei das Sociedades por Ações (LSA) no caput do artigo 138 estabelece que “A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.” (Brasil, 1976), evidenciando assim que se trata de um sistema dual de administração.

O Conselho de Administração desempenha uma função essencialmente deliberativa, sem atribuições executivas ou de representação da companhia (Nery Junior, 1994, p. 36–43).

Como um órgão colegiado, suas decisões são sempre tomadas de forma conjunta, refletindo a necessidade de consenso entre seus membros, ou a manifestação da maioria dos votos. Por sua vez, a Diretoria é responsável pela gestão da companhia. Os membros do Conselho de Administração têm dever de supervisionar a conduta da diretoria e dos diretores, e estes, juntamente com os conselheiros têm o dever de supervisionar o comportamento de gerentes, mandatários e empregados da companhia (Corrêa-Lima, 1989, p. 69).

A Diretoria é composta conforme as disposições do estatuto social da empresa, que estabelece diretrizes para sua estrutura e funcionamento. Geralmente, a diretoria pode ser formada por um ou mais diretores, que são eleitos pelo Conselho de Administração, quando este está presente. Caso contrário, a eleição pode ocorrer em assembleia de acionistas, respeitando o quórum de maioria de votos e a participação societária de cada acionista. Em sociedades anônimas de capital fechado que não possuem um Conselho de Administração, os diretores são eleitos diretamente pela assembleia geral de acionistas. A diretoria tem como função principal administrar a companhia, de acordo com a definição de Abrão (2005, p. 35), “administrar consiste em dirigir a sociedade à consecução do objeto a que ela se propôs, pondo em prática as medidas de caráter econômico-financeiro, de comando e de representação”

Segundo a previsão do Art. 1.018 do Código Civil, o qual dispõe que “ao administrador é vedado fazer-se substituir no exercício de suas funções, sendo-lhe facultado, nos limites de seus poderes, constituir mandatários da sociedade, especificados no instrumento os atos e operações que poderão praticar” (Brasil, 2002, p.n.). Isso significa que as atribuições da Diretoria não são passíveis de delegação a terceiros, exceto na forma de mandato com poderes específicos, conforme previsto no estatuto da companhia. Portanto, enquanto a Diretoria possui a responsabilidade pela gestão da companhia, a delegação de funções só pode ocorrer por meio da designação de mandatários, e essas designações devem ser claramente definidas e limitadas. Essa norma visa garantir a responsabilidade e a accountability dos administradores, evitando que suas funções sejam repassadas indiscriminadamente.

Conforme Carvalhosa (1998, p. 552), os administradores recebem certos poderes dos legisladores, que são essenciais para o pleno funcionamento da sociedade. Estes poderes dos administradores das companhias, para a gestão, devem ser definidos, quanto a sua extensão, no estatuto social. No entanto, o direito positivo em vigor trata de deveres funcionais, independentes de previsão estatutária. Dentre eles, alguns podem ser destacados:

A integralização de parte do capital social em dinheiro é obrigatória na constituição da companhia, conforme previsto nos artigos 80, III e 81 da Lei nº 6.404/76. O artigo 80 estabelece que a constituição depende de três requisitos preliminares: a subscrição de todas as ações por, no mínimo, duas pessoas; a realização, como entrada, de pelo menos 10% do valor de emissão das ações subscritas em dinheiro; e o depósito dessa parcela do capital em uma instituição bancária autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, geralmente no Banco do Brasil S/A. O parágrafo único do mesmo artigo ressalta que a exigência de 10% não se aplica às companhias para as quais a lei determine integralização inicial maior.

O artigo 81 determina que o depósito deve ser realizado pelos fundadores, em até cinco dias após o recebimento das quantias, em nome dos subscritores e em favor da sociedade em organização, que somente poderá levantar os valores após adquirir personalidade jurídica. Caso a companhia não se constitua dentro de seis meses da data do depósito, o banco restituirá os valores diretamente aos subscritores.

Portanto, 10% do capital social deve ser integralizado em moeda corrente, com o depósito realizado pelos fundadores em nome dos subscritores, sendo vedado aos fundadores utilizar essas quantias para quaisquer outros fins.

A convocação da assembleia-geral deve ocorrer após o encerramento da subscrição, no caso de constituição por subscrição pública, conforme estabelece o artigo 80 da Lei nº 6.404/76. De acordo com o artigo 86, uma vez subscrito todo o capital social, os fundadores devem convocar a assembleia-geral, que terá como atribuições a avaliação dos bens, quando necessário, e a deliberação sobre a constituição da companhia, sendo os anúncios de convocação publicados nos jornais onde se realizou a oferta de subscrição, contendo data, hora e local da reunião.

A administração deve seguir as regras gerais de convocação previstas no artigo 124 da LSA, respeitando prazos, número de publicações e formalidades, que determinam a publicação mínima de três anúncios, informando local, data, hora e ordem do dia, incluindo a indicação de matérias em caso de reforma do estatuto. A primeira convocação deve ocorrer com antecedência mínima de oito dias para companhias fechadas e de vinte e um dias para companhias abertas, sendo a segunda convocação realizada, respectivamente, com cinco e oito dias de antecedência. As assembleias devem, preferencialmente, ocorrer na sede da companhia ou, por motivo de força maior, em outro local no mesmo município, devendo constar claramente nos anúncios. Além disso, as assembleias podem ser realizadas de forma digital, conforme regulamento da Comissão de Valores Mobiliários e do órgão competente do Poder Executivo federal.

Nas companhias fechadas, acionistas que representem ao menos 5% do capital social devem ser convocados por telegrama ou carta registrada, caso tenham solicitado formalmente à companhia, sem prejuízo da publicação nos jornais. A presença de todos os acionistas dispensa as formalidades legais, garantindo a regularidade da assembleia. A CVM possui competência para adiar assembleias por até 30 dias, em caso de informações insuficientes, ou interromper por até 15 dias o prazo de convocação de assembleias extraordinárias de companhias abertas, para análise de propostas e verificação de conformidade legal. Companhias abertas com ações negociadas em bolsa devem remeter, na data da publicação do anúncio, os documentos disponibilizados aos acionistas para deliberação à respectiva bolsa de valores.

A convocação da assembleia deve explicitar sua temática, indicando se a reunião terá por objetivo a avaliação dos bens ou a deliberação sobre a constituição da companhia. Além disso, cabe aos administradores assinar os certificados das partes beneficiárias, das ações e das debêntures, conforme previsto nos artigos 24, inciso IX, 64, inciso XII e 49, inciso VIII da Lei nº 6.404/76.

Os certificados de ações devem ser redigidos em vernáculo e conter, entre outros elementos, a denominação da companhia, sede, prazo de duração, valor do capital social, número de ações e espécie, direitos conferidos aos acionistas, datas de constituição, emissão e assinaturas de dois diretores ou do agente emissor de certificados, sob pena de indenização por omissão (§1º do art. 24). Em companhias abertas, os certificados podem ser assinados por mandatários com poderes especiais ou autenticados por chancela mecânica (§2º do art. 24).

Os certificados de debêntures devem conter a denominação da companhia, sede, prazo de duração, objeto social, datas de constituição e publicação dos atos constitutivos, série e número da emissão, valor nominal, condições de vencimento, juros, participação nos lucros, condições de conversão em ações, identificação do debenturista, do agente fiduciário, se houver, e assinaturas de dois diretores (art. 64).

Os certificados de partes beneficiárias devem indicar a denominação "parte beneficiária", a companhia, sede, prazo de duração, valor do capital social, número de partes beneficiárias, direitos atribuídos pelo estatuto, condições de resgate, data da constituição, nome do beneficiário e assinaturas de dois diretores (art. 49).

De acordo com o artigo 100, §1º da Lei 6.404/76, as companhias devem fornecer certidões dos livros societários a qualquer pessoa que comprove interesse pessoal ou de acionistas, ou interesse do mercado de valores mobiliários, mediante apresentação de

justificativa. Os livros obrigatórios incluem: Registro e Transferência de Ações Nominativas, Registro e Transferência de Partes Beneficiárias Nominativas, Atas de Assembleias Gerais, Presença de Acionistas, Atas do Conselho de Administração e Diretoria, e Atas e Pareceres do Conselho Fiscal. Nas companhias abertas, estes livros podem ser substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos, conforme normas da Comissão de Valores Mobiliários (§2º e §3º).

Dessa forma, todos os procedimentos relativos à emissão de certificados e à manutenção dos livros societários devem respeitar integralmente os requisitos legais, garantindo transparência, segurança jurídica e o direito de acesso às informações pelos acionistas e pelo mercado.

De acordo com o artigo 133 da Lei 6.404/76, os administradores devem comunicar aos acionistas, com antecedência mínima de um mês, a data da assembleia-geral ordinária, informando que estão à disposição dos acionistas o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício anterior, a cópia das demonstrações financeiras, o parecer dos auditores independentes, quando houver, o parecer do conselho fiscal, inclusive com votos dissidentes, se existentes, e demais documentos pertinentes aos assuntos incluídos na ordem do dia. Os anúncios devem indicar os locais onde os acionistas poderão obter cópias desses documentos e a companhia deve fornecer tais documentos aos acionistas que os solicitarem por escrito, conforme previsto no artigo 124, §3º. Exceto os documentos do conselho fiscal e os demais pertinentes à ordem do dia, todos devem ser disponibilizados pelo menos cinco dias antes da realização da assembleia. A publicação dos anúncios é dispensada se os documentos forem disponibilizados com antecedência mínima de um mês, e, caso a assembleia reúna todos os acionistas, poderá considerar sanada qualquer irregularidade quanto à publicação ou aos prazos, embora seja obrigatória a disponibilização prévia dos documentos.

Conforme o artigo 123 da Lei 6.404/76, compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, convocar a assembleia-geral, observando o estatuto da companhia. Além disso, a assembleia-geral pode ser convocada pelo conselho fiscal nos casos previstos no art. 163, V, por qualquer acionista se os administradores retardarem a convocação por mais de 60 dias nos casos previstos em lei ou no estatuto, por acionistas que representem, no mínimo, cinco por cento do capital social, quando os administradores não atenderem, em até oito dias, a pedido fundamentado de convocação com indicação das matérias a serem tratadas, ou ainda por acionistas que representem, no mínimo, cinco por cento do capital votante ou dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores

não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação para instalação do conselho fiscal.

De acordo com o artigo 134, §5º, da Lei 6.404/76, cabe à administração enviar o registro de comércio e publicar as atas das assembleias gerais ordinárias. Instalada a assembleia, deve-se proceder à leitura, quando solicitada por qualquer acionista, dos documentos referidos no artigo 133 e do parecer do conselho fiscal, se houver, os quais serão submetidos à discussão e votação. Os administradores, ou pelo menos um deles, e o auditor independente, se houver, devem estar presentes para atender aos pedidos de esclarecimento dos acionistas, não podendo votar como acionistas ou procuradores sobre os documentos apresentados. Caso sejam necessários outros esclarecimentos, a assembleia poderá adiar a deliberação e determinar diligências; a deliberação também será adiada se não houver comparecimento de administrador, membro do conselho fiscal ou auditor independente, salvo dispensa pelos acionistas presentes. A aprovação sem reservas das demonstrações financeiras e das contas exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, exceto em caso de erro, dolo, fraude ou simulação. Quando a assembleia aprovar as demonstrações financeiras com alterações no lucro do exercício ou no valor das obrigações da companhia, os administradores deverão republicar as demonstrações em até 30 dias, incluindo as retificações deliberadas, e quaisquer modificações na destinação dos lucros deverão constar da ata. A ata da assembleia-geral ordinária será arquivada no registro do comércio e publicada, sendo dispensadas certas formalidades quando, em sociedades fechadas, os diretores forem os únicos acionistas.

Além disso, conforme o artigo 134, §1º, compete à administração comparecer às assembleias e atender a todos os pedidos de esclarecimento dos acionistas. De acordo com o artigo 132, a administração deve prestar contas de sua gestão após o término do exercício social, e a assembleia-geral, realizada nos quatro primeiros meses seguintes ao encerramento do exercício, deve examinar e votar as demonstrações financeiras, deliberar sobre a destinação do lucro líquido e distribuição de dividendos, eleger administradores e membros do conselho fiscal, quando aplicável, e aprovar a correção monetária do capital social.

Conforme o artigo 173, §1º, a administração deve propor à assembleia a redução do capital social caso haja perda até o montante dos prejuízos acumulados ou se o capital for considerado excessivo, sendo obrigatória a obtenção do parecer do conselho fiscal antes da deliberação. A partir da decisão de redução, ficam suspensos os direitos correspondentes às ações cujos certificados já foram emitidos, até que sejam apresentados para substituição.

Por fim, de acordo com o artigo 201, §1º, a administração deve distribuir regularmente os dividendos e a participação nos lucros, observando que a distribuição irregular implica responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, que deverão repor à companhia os valores distribuídos, sem prejuízo de eventual responsabilização penal, sendo presumida a má-fé se os dividendos forem pagos sem levantamento do balanço ou em desacordo com seus resultados, mas sem obrigação de restituição se recebidos de boa-fé.

Adicionalmente, os administradores assumem deveres essenciais previstos na Lei das S.A., como o dever de diligência (art. 153), o dever de cumprimento das finalidades da companhia (art. 154), o dever de lealdade (art. 155), o dever de evitar conflitos de interesse (art. 156) e o dever de informar (art. 157), que fundamentam a gestão responsável e transparente da sociedade.

Oliveira (2015, p. 133-160) nos ensina que, além dos deveres previstos a partir do art. 153, a Lei das S.A. estabelece diversos outros deveres, como, por exemplo, divulgar os documentos da administração com antecedência à assembleia-geral ordinária (art. 133), convocar a assembleia-geral ordinária (art. 123), providenciar a elaboração das demonstrações financeiras (art. 176) e preparar o laudo demonstrativo da compatibilidade da distribuição dos dividendos obrigatórios (art. 202, §4º). Esses deveres são objetivos, pois se referem a condutas específicas esperadas dos administradores, cuja inobservância gera responsabilidade equivalente à dos deveres de conduta geral mencionados acima.

Além dos deveres gerais e específicos, existem também deveres implícitos, dedutíveis das normas e princípios societários, como o dever de cumprir as deliberações válidas da assembleia-geral ou do conselho de administração. O descumprimento desses deveres implícitos também acarreta a responsabilidade dos administradores, gerando o dever de indenizar a sociedade ou os acionistas prejudicados.

Dessa forma, constata-se que as sociedades anônimas representam um dos pilares fundamentais do direito societário contemporâneo, caracterizando-se pela separação entre a pessoa jurídica e a pessoa dos acionistas, pela limitação da responsabilidade e pela estrutura administrativa organizada em instâncias deliberativas e executivas. A legislação brasileira, por meio da Lei nº 6.404/76, consolidou um modelo que busca equilibrar a liberdade empresarial com a transparência e a proteção dos investidores, especialmente no âmbito das companhias de capital aberto. Assim, conforme ressalta Carvalhosa (1998, p. 553), a eficácia do regime jurídico das sociedades anônimas depende não apenas da observância formal das normas legais, mas também da ética e da responsabilidade de seus

administradores na condução dos negócios sociais, assegurando a confiança do mercado e a estabilidade do sistema econômico.

2.1. Dever de diligência

O conceito de dever de diligência tem origem nos princípios do direito romano, especialmente no princípio do *bonus pater familias*, expressão latina que significa “bom pai de família”. Tal dever foi inicialmente positivado no artigo 142 do Código Comercial de 1850 e, posteriormente, no artigo 116, §7º, do Decreto-Lei nº 2.627, de 1940. Atualmente, o dever de diligência do administrador está previsto no artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações (LSA), o qual exige que os gestores atuem com cuidado e prudência na administração da companhia, sempre buscando o melhor interesse da empresa e de seus acionistas.

Conforme ensina Renato Ventura Ribeiro (2006, p. 214), “a gestão do *bonus pater familias* é mais conservadora e inversora do patrimônio, visa mais à prudência do que à informação e impede tratar o patrimônio com uma visão empresarial”. Assim, o dever de diligência ultrapassa o mero cumprimento formal da lei, exigindo do administrador uma postura ativa, criteriosa e responsável na condução dos negócios sociais.

O administrador deve agir como um “homem ativo e probo”, tomando decisões embasadas em informações adequadas e refletidas, sempre com vistas ao interesse da companhia e de seus acionistas. Na prática, isso implica adotar uma conduta prudente e informada, avaliando riscos e consequências antes de agir. Além disso, o processo decisório deve ocorrer livre de conflitos de interesse, sejam eles materiais ou formais, assegurando que as decisões sejam pautadas exclusivamente pelo bem da sociedade empresária.

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios (Brasil, 1976).

Em conclusão, o dever de diligência representa um dos pilares da responsabilidade dos administradores, garantindo que a condução dos negócios sociais ocorra de forma ética, prudente e eficiente. Ao exigir que o gestor atue com o mesmo zelo e atenção que dedicaria aos seus próprios interesses, a Lei das Sociedades por Ações busca prevenir decisões impulsivas, negligentes ou desinformadas. Esse dever impõe uma atuação consciente e fundamentada, pautada na análise criteriosa de informações e na busca

constante pelo melhor resultado para a companhia. Dessa forma, o cumprimento do dever de diligência não apenas assegura uma gestão responsável e a proteção do patrimônio social, mas também fortalece os princípios de governança corporativa, promovendo a confiança, a transparência e a sustentabilidade nas relações empresariais.

2.2. Dever de cumprimento das finalidades da companhia

O dever de cumprimento das finalidades da companhia, também conhecido como dever de obediência, é um princípio básico de governança corporativa estabelecido no artigo 154 da Lei das Sociedades por Ações (LSA). Esse dever exige que os administradores atuem de forma a alcançar os objetivos específicos da empresa, conforme definidos em seu objeto social e em conformidade com seu estatuto. O administrador deve, portanto, direcionar suas ações para atender o propósito para o qual a empresa foi constituída, sem desviar-se dos interesses sociais e econômicos traçados pelos acionistas.

Esse dever de obediência implica que o administrador não pode praticar atos que desviem a sociedade de sua finalidade ou que favoreçam seus próprios interesses em detrimento dos interesses da empresa.

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
- c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais (Brasil, 1976).

Logo, tal dever constitui um elemento essencial para assegurar que a gestão empresarial permaneça alinhada ao propósito e aos interesses sociais definidos pelos acionistas. Esse princípio reforça a responsabilidade dos administradores em atuar dentro dos limites legais e estatutários, evitando qualquer desvio que possa comprometer a função social da empresa ou gerar benefícios pessoais indevidos. Ao respeitar o objeto social e os

valores institucionais da companhia, o administrador contribui para a coerência das decisões corporativas, a credibilidade perante o mercado e a manutenção da confiança dos investidores e da sociedade. Dessa forma, o dever de obediência não apenas orienta a atuação ética e responsável da administração, mas também consolida os fundamentos da boa governança corporativa e da sustentabilidade organizacional.

2.3. Dever de Lealdade

O dever de lealdade dos administradores está previsto no artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações (LSA) e nos artigos 1013, § 2º, e 1017, parágrafo único, do Código Civil. Essas disposições legais estabelecem que os administradores devem agir com lealdade em relação à sociedade e aos acionistas, evitando conflitos de interesse e priorizando os interesses da empresa. Cordeiro (2007, p. 19) salienta que “lealdade” se assenta numa relação de confiança baseada na previsibilidade da conduta e na correção desta própria conduta pelo administrador.

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) (BRASIL, 1976).

“Art. 1.013. A administração da sociedade, nada dispondo o contrato social, compete separadamente a cada um dos sócios.

§ 1º Se a administração competir separadamente a vários administradores, cada um pode impugnar operação pretendida por outro, cabendo a decisão aos sócios, por maioria de votos.

§ 2º — Responde por perdas e danos perante a sociedade o administrador que realizar operações, sabendo ou devendo saber que estava agindo em desacordo com a maioria.

(...)

Art. 1.017. O administrador que, sem consentimento escrito dos sócios, aplicar créditos ou bens sociais em proveito próprio ou de terceiros, terá de restituí-los à sociedade, ou pagar o equivalente, com todos os lucros resultantes, e, se houver prejuízo, por ele também responderá.

Parágrafo único. Fica sujeito às sanções o administrador que, tendo em qualquer operação interesse contrário ao da sociedade, tome parte na correspondente deliberação. (Brasil, 2002, p.n.).

Em conclusão, o dever de lealdade imposto aos administradores constitui um dos mais relevantes instrumentos de proteção à integridade e à confiança nas relações societárias. Ao exigir que o gestor atue sempre em prol da companhia e de seus acionistas, a legislação busca coibir práticas abusivas e prevenir a utilização do cargo em benefício próprio ou de terceiros. Esse dever reforça a necessidade de conduta ética, transparente e responsável, preservando o patrimônio e a reputação da empresa. Assim, a lealdade, além de um preceito legal previsto na LSA e no Código Civil, representa um compromisso moral essencial para a boa governança corporativa, a sustentabilidade das organizações e a credibilidade do mercado empresarial

2.4. Dever de evitar situações de conflitos de interesses

O dever de evitar situações de conflito de interesses, previsto no artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações (LSA), exige que o administrador atue sempre em benefício da companhia e dos acionistas, evitando qualquer circunstância em que interesses pessoais possam comprometer a imparcialidade de suas decisões. Esse princípio decorre da necessidade de garantir que o administrador exerça suas funções com integridade e transparência, visando exclusivamente o bem-estar da empresa.

Esse dever significa que o administrador não deve participar de decisões nas quais tenha um interesse particular que possa interferir com os interesses da sociedade. Em situações nas quais o administrador se encontra em potencial conflito de interesse, ele deve, segundo a LSA, comunicar o fato aos demais membros da administração e abster-se de votar ou influenciar nas deliberações.

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu

impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido (Brasil, 1976).

Em síntese, o dever de evitar situações de conflito de interesses representa um dos fundamentos centrais da boa governança corporativa e da ética empresarial. Ao exigir que o administrador atue com imparcialidade e transparência, a Lei das Sociedades por Ações busca assegurar que as decisões corporativas sejam orientadas exclusivamente pelo interesse da companhia, e não por ganhos pessoais ou de terceiros. O cumprimento desse dever reforça a confiança entre acionistas, investidores e o mercado, prevenindo práticas que possam comprometer a integridade da gestão. Assim, a observância do artigo 156 da LSA não se limita a uma obrigação legal, mas configura um compromisso moral e institucional com a lealdade, a equidade e a sustentabilidade das relações empresariais.

2.5. Dever de informar

O dever de informar do administrador está previsto no artigo 157 da Lei das Sociedades por Ações (LSA) e no artigo 1011 do Código Civil. O administrador é responsável por manter os acionistas e investidores informados sobre a situação financeira da empresa, decisões estratégicas e quaisquer eventos que possam impactar seus interesses.

Esse dever inclui a obrigação de comunicar ao mercado e aos acionistas fatos relevantes que possam influenciar as decisões de investimento, como mudanças na administração, resultados financeiros e riscos significativos enfrentados pela empresa. As informações devem ser apresentadas de forma clara e acessível, permitindo que os acionistas realizem avaliações informadas sobre a companhia, visto que o dever de informar integra o direito de fiscalização dos acionistas.

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) BRASIL (1976).

Art. 1.011. O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

§ 1º Não podem ser administradores, além das pessoas impedidas por lei especial, os condenados a pena que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; ou por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato; ou contra a economia popular, contra o sistema financeiro nacional, contra as normas de defesa da concorrência, contra as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade, enquanto perdurarem os efeitos da condenação.

§ 2º Aplicam-se à atividade dos administradores, no que couber, as disposições concernentes ao mandato. (Brasil, 2002).

A regulação do mercado de capitais se apoia fortemente no regime informacional, um dos principais pilares para assegurar a integridade e a eficiência desse mercado, além de prevenir possíveis falhas estruturais que poderiam comprometer seu funcionamento adequado. Esse regime visa a reduzir as assimetrias informacionais entre os participantes e a preservar a transparência, essencial para um ambiente de investimentos seguro e confiável Pitta (2013, p. 51-60).

2.6. Governança corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Governança corporativa pode ser definida como:

Governança corporativa é um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral. Esse sistema baliza a atuação dos agentes de governança e demais indivíduos de uma organização na busca pelo equilíbrio entre os interesses de todas as partes, contribuindo positivamente para a sociedade e para o meio ambiente. (IBGC, 2024, p.n.)

Logo, os métodos e procedimentos de governança corporativa visam proteger todos os que possam ser impactados pela atividade empresarial (*stakeholders*), abrangendo não apenas os *shareholders* (acionistas), mas também a sociedade como um todo. Por isso, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em audiência pública realizada em 7 de dezembro de 2016, apresentou uma proposta para alterar a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, com o objetivo de incorporar normas que obrigassem os emissores a divulgar informações comparando suas práticas de governança corporativa com aquelas recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas. Segundo a CVM, essa medida foi motivada pela necessidade de promover maior transparência e responsabilidade nas práticas empresariais, visando o alinhamento com padrões de governança recomendados para aumentar a confiança de investidores e demais partes interessadas.

(...) a CVM entende que é importante garantir, com base no art. 22, §1º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o disclosure necessário para que os investidores e outras partes interessadas tenham acesso aos comentários do emissor, informando quais dessas práticas são por ele adotadas e o motivo pelo qual ele não adota ou adota de forma parcial as recomendações do Código. O Código Brasileiro de Governança também propiciará às companhias, por esse motivo, uma importante oportunidade de reflexão sobre seus sistemas de governança e de avaliação de suas práticas, possibilitando a identificação de eventuais pontos que podem ser objeto de aperfeiçoamento. Ao serem incorporados às normas da CVM, os comentários da administração deverão observar as regras previstas no art. 14 da Instrução CVM nº 480, de 2009, que se impõem a todas as informações divulgadas pelos emissores. Tais informações deverão ser verdadeiras, completas, consistentes e não podem induzir o investidor a erro. A supervisão a ser exercida pela CVM sobre essas informações será feita com base nesta perspectiva, não se propondo avaliar as escolhas feitas pelo emissor quanto à adoção ou não das práticas recomendadas. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p.n.)

A audiência teve um resultado frutífero ao longo dos anos, resultando na edição da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022, que incorpora o dever de observância das normas do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

“Art. 22. O emissor deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações periódicas:

(...)

XII – informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

(...)” (CVM, 2022, p.n.)

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) incorporou às suas normas os princípios do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, impondo a obrigação de as companhias emissoras de valores mobiliários seguirem padrões específicos de governança. A governança corporativa, entretanto, teve suas origens com a criação da Securities and Exchange Commission (SEC) nos Estados Unidos, a agência reguladora responsável pela fiscalização do mercado financeiro norte-americano, função equivalente à da CVM no Brasil. A SEC exige que as companhias tenham rigoroso controle interno (self-policing), estabelecendo padrões que deram origem ao conceito de compliance.

Como define Sarcedo (2016, p. 44), o termo compliance remete à ideia de cumprir, estar em conformidade e observar regulamentos e normas, tanto internas quanto externas, fortalecendo o compromisso da organização com práticas éticas e de transparência.

Por sua vez, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define o termo *compliance* como a adoção de políticas de boa governança corporativa, com o objetivo de reduzir os riscos da companhia. Essa abordagem envolve a implementação de práticas e controles que asseguram a conformidade com as leis, regulamentos e normas internas, promovendo, assim, uma gestão mais responsável e ética. O *compliance* é um sistema que envolve acionistas e cotistas, o conselho de administração, a diretoria, a auditoria independente e o conselho fiscal, assegurando a todos equidades, (*disclosure*), ou seja a divulgação, responsabilidade pelo resultado (*accountably*) e obediência às legislações dos países (*compliance*) (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2024, p.n.).

A governança corporativa aplicada à atividade empresarial é resultante da adoção de princípios tidos por norteadores da conduta dos administradores, com reflexos diretos na gestão, na empresa e na sua relação interna corpóris, entre acionistas e

com o mercado, lastreando-se tal conduta em princípios éticos aceitos como ideais pelos praticantes (Adalberto Simão filho, 2002, p. 103).

A governança corporativa no Brasil ainda é incipiente, reflexo da relativa imaturidade do mercado de capitais e do baixo nível de desenvolvimento econômico do país. Segundo Silveira (2021), existem diferenças significativas entre os modelos de governança corporativa brasileiro e norte-americano. No Brasil, a alta concentração de propriedade resulta em uma sobreposição entre propriedade e controle, sendo comum que um acionista controlador exerça funções de gestão ou indique pessoas de sua confiança para cargos estratégicos. Um exemplo é a influência de Luiza Helena Trajano na indicação de seu filho, Frederico Trajano Inácio Rodrigues, ao cargo de CEO, enquanto ela permanece como presidente do conselho. Por outro lado, nas empresas norte-americanas, a estrutura acionária tende a ser mais dispersa, promovendo uma separação mais clara entre propriedade e controle, garantindo maior segurança ao pequeno investidor.

Dessa forma, observa-se que a governança corporativa e o compliance caminham lado a lado na construção de um ambiente empresarial mais ético, transparente e sustentável. A incorporação, pela CVM, dos princípios do Código Brasileiro de Governança Corporativa reforça a importância da responsabilidade e da prestação de contas como pilares essenciais da gestão moderna. Ao promover maior transparência e estimular a adoção voluntária de boas práticas, o sistema de governança busca equilibrar os interesses de acionistas, gestores e sociedade, fortalecendo a confiança nas instituições e contribuindo para a integridade do mercado de capitais brasileiro. Assim, a efetiva observância desses princípios não apenas reduz riscos e previne irregularidades, como também consolida a reputação e a perenidade das organizações no cenário econômico.

3. A TIPIFICAÇÃO DAS CONDUTAS IRREGULARES E SUAS SANÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS NO MERCADO DE CAPITAIS

Em uma sociedade anônima (SA), o administrador é mais que um simples mandatário; ele ocupa uma posição fiduciária, devendo agir sempre em prol do melhor interesse da companhia e dos acionistas, com elevado padrão de diligência e lealdade. Esse papel exige que o administrador observe os princípios de boa governança e cumpra as disposições específicas da Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76). Contudo quando o mesmo não segue os devidos deveres, acaba por praticar atos ilícitos.

Cavaliere Filho (2012, p. 7-9) observa que a definição de ato ilícito é um tema controverso e de difícil resposta. Ele argumenta que as tentativas de explicação do conceito de ato ilícito frequentemente recorrem às definições clássicas e influentes de renomados autores, enfatizando essas abordagens históricas e consagradas na busca por maior clareza sobre o tema. Para Tartuce (2015, p. 448) o ato ilícito é toda a ação que é realizada em discordância com o que diz a regra jurídica, ou seja, Quando esses deveres não são cumpridos — seja por ação ou omissão —, o administrador incorre em uma conduta irregular, com possíveis consequências para a sociedade e para sua própria responsabilidade civil e administrativa. Enquanto para Venosa (2011, p. 61), ato ilícito é a “manifestação de vontade, dolosa ou culposa, que viola direito e causa dano à vítima”.

Um exemplo de conduta irregular de um administrador em uma sociedade anônima (SA) quanto ao dever de informar ocorre quando ele omite ou atrasa a divulgação de informações relevantes aos acionistas e ao mercado, especialmente aquelas que podem influenciar decisões de investimento. Um caso ilustrativo é o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.009010/2021-72 (CVM, 2021), no qual Tang David, Diretor de Relações com Investidores da Marfrig Global Foods S.A., foi condenado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Tang foi acusado de infringir o dever de informar ao não comunicar prontamente uma posição relevante em ações da BRF S.A., descumprindo (i) o art. 12, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 358/02, ao não incluir as operações de derivativos realizadas com o JP Morgan na comunicação à BRF, e (ii) o art. 157, §4º, da Lei 6.404/76, junto aos arts. 3º e 6º, parágrafo único, da mesma Instrução CVM nº 358/02. Tais dispositivos exigem que informações que possam impactar o mercado sejam divulgadas tempestivamente.

Na data em questão, o site Infomoney publicou às 10h52 uma notícia informando que a Marfrig estava adquirindo uma participação relevante na BRF e preparava um comunicado formal para o final do dia. Contudo, a Marfrig só divulgou o fato relevante às

19h53, após questionamento da CVM. O comunicado informou que a Marfrig havia adquirido 196.869.573 ações ordinárias da BRF, representando cerca de 24,23% do capital social da empresa, justificando a compra como uma diversificação de investimentos. A demora e o vazamento prévio da informação foram considerados irregulares, assim como a omissão de parte da aquisição por meio de derivativos. Tang foi multado em R\$ 340.000,00 por infração ao art. 157, §4º, da Lei 6.404/76, combinado com os arts. 3º e 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358.

Um exemplo de conduta irregular de um administrador em uma sociedade anônima (SA) relacionada ao dever de lealdade é o caso do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005390/2017-90, em que foram julgados atos de uso indevido de informação privilegiada, negociação de ativos em período vedado, abuso de poder de controle e manipulação de preços nas operações com ações da JBS S.A. e FB Participações S.A. Os acusados neste processo incluíam Joesley Mendonça Batista, Wesley Mendonça Batista e a J&F Investimentos S.A., sucessora da FB Participações S.A. Joesley Mendonça Batista, atuando como diretor-presidente da FB Participações e presidente do conselho de administração da JBS, foi condenado a uma inabilitação temporária de sete anos para o exercício de cargos de administrador ou conselheiro fiscal em companhia aberta, devido à venda de ações JBSS3 pela controladora FB Participações, utilizando-se de informação privilegiada, o que violou o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976, em conjunto com o art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002. Ele também foi condenado a pagar uma multa de R\$ 500.000,00 por manipulação dolosa dos preços das ações JBSS3, em violação aos itens I e II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Wesley Mendonça Batista, então diretor-presidente da JBS e membro do conselho de administração da FB Participações, também recebeu pena de inabilitação temporária de sete anos para o exercício de cargos de administração e conselho fiscal, acusado de manipulação de preços, o que afetou a cotação das ações JBSS3. Ele foi ainda multado em R\$ 500.000,00 por posse de informação privilegiada e por manipulação de cotação das ações JBSS3, com o objetivo de beneficiar a FB Participações, violando seu dever de lealdade de acordo com o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 (BRASIL, 1976, p.n.).

A J&F Investimentos S.A., sucessora da FB Participações no processo, foi penalizada com uma multa de R\$ 253.200.230,84, equivalente a 2,5 vezes o valor da perda evitada, por negociar ações JBSS3 com uso de informação privilegiada, conforme previsto no art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002 (CVM, 2002). A empresa recebeu, ainda, duas multas adicionais de R\$ 400.000,00 cada, por negociar ações em período vedado, em

decorrência do Programa de Recompra de Ações da JBS, e por manipulação dolosa dos preços, violando os itens I e II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 8/1979 (CVM, 1979). Essas penalidades evidenciam as consequências para administradores que violam o dever de lealdade e outras normas da CVM, afetando a transparência do mercado e a confiança dos investidores (CVM, 2023, p.n.).

Um exemplo de conduta irregular de um administrador em uma sociedade anônima (SA), no que se refere dever de cumprimento das finalidades da companhia, é o caso do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22 (CVM, 2017), no qual Walter Sacca, Rogério Pinto Coelho Amato e Manuel Fernandes dos Ramos Varanda foram acusados de irregularidades em transações entre partes relacionadas. As infrações apontadas envolvem os artigos 154, caput, e 177, §3º, da Lei nº 6.404/1976, além dos artigos 14 e 24 da Instrução CVM nº 480/2009, resultando em multas e inabilitações para os diretores envolvidos.

Walter Sacca, na função de diretor-presidente da Companhia, recebeu diversas penalidades: uma multa de R\$ 330.000,00 por omitir informações sobre um contrato de consultoria assinado em 31.03.2014, e outra de R\$ 110.000,00 por não informar sobre um contrato de prospecção de compradores celebrado em 18.02.2016. Além disso, foi multado em R\$ 330.000,00 por falhas nas informações sobre o mesmo contrato de consultoria nos formulários de referência entre 28.05.2015 e 30.05.2017. Sacca também foi multado em R\$ 110.000,00 pela omissão das informações sobre o contrato de prospecção de compradores no formulário de referência de 30.05.2017. A ele foram aplicadas inabilitações temporárias de 66 meses, uma pela celebração do contrato de consultoria que não atendia aos fins sociais da Companhia e representava benefício indevido a ele próprio, e outra pelo contrato de prospecção de compradores que teve efeito semelhante.

Manuel Fernandes dos Ramos Varanda, como diretor de relações com investidores, foi multado em R\$ 270.000,00 pela omissão de informações sobre contratos de consultoria nas demonstrações financeiras, além de R\$ 90.000,00 pela omissão em relação ao contrato de prospecção de compradores. Ele também recebeu multas por não informar sobre esses contratos nos formulários de referência e foi inabilitado por 54 meses por celebrar contratos que não atendiam aos fins sociais da Companhia.

Rogério Pinto Coelho Amato, membro do Conselho de Administração, foi penalizado com uma inabilitação temporária de 60 meses por ter conduzido a Companhia à celebração de um contrato de consultoria que não atendia aos fins sociais e beneficiava indevidamente o diretor-presidente. Este caso destaca a importância do cumprimento das

obrigações legais e da transparência nas operações das sociedades anônimas, enfatizando as consequências das ações irregulares para os administradores.

Um exemplo de conduta irregular de um administrador em uma sociedade anônima (SA) em relação ao dever de evitar conflitos de interesses é o caso do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003304/2019-76 (Moreira, 2019). Neste caso, Mario Hagemann, Luiz Roberto Ramos, Mario Eduardo Hagemann, Maria Tereza Hagemann e Raul Schmidt foram indiciados por exercício abusivo do poder de controle, desvio de poder, irregularidades nas demonstrações financeiras da Metalúrgica Duque S/A, atuação em situações de conflito de interesses que contrariavam os interesses sociais da companhia, e negligência na fiscalização da gestão dos diretores por parte do conselho de administração. As infrações contábeis foram registradas nos documentos divulgados, incluindo violações ao art. 117, § 1º, alíneas 'a' e 'f' da Lei nº 6.404/76; ao art. 154, caput e § 2º, alínea 'b'; ao art. 177, caput e § 3º, em conjunto com o art. 176, caput; e aos arts. 26, I e 29, I da Instrução CVM nº 480/09. Também houve infração ao art. 156, caput da mesma lei, e supostas violações ao art. 142, incisos III e IV, combinado com o art. 153 da Lei nº 6.404/76.

Luiz Roberto Ramos, como diretor da Metalúrgica Duque S.A., recebeu uma multa de R\$50.000,00 por violar o art. 177, caput e §3º, em combinação com o art. 176 e os artigos 26, I e 29, I da Instrução CVM nº 480/09, ao elaborar demonstrações financeiras sem observar as normas contábeis pertinentes. Mario Hagemann, na condição de diretor-presidente e também presidente do conselho de administração, foi penalizado com uma multa de R\$100.000,00 por infrações semelhantes. Como acionista controlador indireto, ele recebeu uma multa de R\$200.000,00 por forçar a empresa a aceitar imóveis sem interesse comercial para liquidar uma dívida. Além disso, sua penalidade incluiu uma inabilitação temporária de 70 meses para exercer cargos em companhias abertas devido a saques indevidos e não autorizados do caixa da empresa, e uma multa de R\$100.000,00 por atuar em conflito de interesses ao representar ambas as partes em uma transação.

Por fim, Raul Schmidt teve sua punibilidade extinta devido ao falecimento em 09.09.2018, e Mario Eduardo Hagemann e Maria Tereza Hagemann foram absolvidos das respectivas acusações.

Um exemplo de conduta irregular de administradores de uma sociedade anônima (SA) em relação ao dever de evitar conflitos de interesse é ilustrado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.002031/2016-08 (Moreira, 2020) . Nesse caso, Almir Guilherme Barbassa, Antônio Palocci Filho, César Acosta Rech, Dilma Vana

Rousseff, Fábio Colletti Barbosa, entre outros, foram indiciados por violações aos artigos 153, 154, §2º, “c”, 155 e 163, I, da Lei nº 6.404/76, devido à falta de observância dos deveres fiduciários dos administradores da Petrobras durante a construção do Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro (COMPERJ).

Conforme a acusação, pareceres técnicos apontaram várias ressalvas ao projeto, como: (i) ausência de análise das refinarias Premium na avaliação econômica do COMPERJ; (ii) falta de análise quantitativa de riscos de prazo e de contingência para o Trem 1; (iii) uso de fluxos de caixa perpetuados no cálculo do valor presente líquido; (iv) indefinição de parcerias desde 2004; e (v) cenários incertos tomados como certos na análise econômica do projeto.

Decisões sobre prescrição e absolvição foram registradas, incluindo: (i) prescrição da punição para alguns diretores, como Almir Guilherme Barbassa e José Sérgio Gabrielli, por falta de diligência ao aprovarem a transição do projeto COMPERJ para fases posteriores; (ii) prescrição da punição a Dilma Rousseff, por ausência de diligência na definição de limites de competência da diretoria executiva da Petrobras; e (iii) absolvição de outros administradores, como Maria das Graças da Silva Foster, por supostas falhas no dever de diligência na transformação do projeto COMPERJ em programa.

Além dos administradores de companhias, outros indivíduos podem por suas posições ou acasos, acessam informações privilegiadas e sucumbem à tentação de utilizá-las em benefício próprio. Contudo se tratando exclusivamente de crimes contra o Mercado de Capitais, a Lei 6.385/76, estabelece em seus artigos 27-C a 27-F, 3(três) condutas criminosas, como a Manipulação do Mercado, o Uso Indevido de Informação Privilegiada e o Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função.

A manipulação de mercado refere-se à prática de atos destinados a direcionar o mercado para um determinado objetivo, configurando-se como ilícita. Existem várias formas de induzir falsas demandas ou criar fatos com a intenção de influenciar o mercado. As práticas mais comuns incluem a divulgação de informações sabidamente falsas e a realização sistemática de operações que buscam elevar ou reduzir o mercado a um patamar desejado. O artigo 27-C da Lei nº 6.385/76 define manipulação de mercado como:

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) (Brasil, 1976, p.n.).

Para Cavalieri (2017. p. 250) “apesar de a lei não prever expressamente a forma de manipulação informativa, a maioria da doutrina admite que, para a prática do delito, a manobra fraudulenta prevista no tipo pode assumir a forma de divulgação de informações falsas”. O autor ainda defende essa interpretação, tanto porque “o tipo penal comporta essa interpretação” como pela necessidade de evitar “indesejável lacuna de punibilidade”.

O uso indevido de informações privilegiadas ocorre quando executivos e terceiros responsáveis pela gestão do negócio têm acesso prévio a informações relevantes sobre o futuro da companhia. Utilizar essas informações, chamadas de privilegiadas, para obter vantagens e benefícios configura crime. Esse crime é mundialmente conhecido como Insider Trading. Para que seja caracterizado, não é necessário o uso direto dessas informações; basta que se obtenha alguma vantagem utilizando-as, mesmo que de forma indireta. Informações privilegiadas obtidas em função de uma relação profissional, comercial ou de confiança devem ser tratadas como sigilosas. O artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 define o crime de uso indevido de informação privilegiada como:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 1o Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 2o A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017) (Brasil, 1976, p.n.).

O crime de uso de informação privilegiada não se limita ao Insider Trading. Outra prática incluída no artigo 27-D é o chamado Front Running.

Nessa prática, corretoras ou operadores que recebem ordens de negociação de grande volume de seus clientes antecipam-se ao processo, emitindo ordens próprias para lucrar com a variação do preço do ativo.

Por exemplo, imagine um ativo cotado a R\$10,00. Uma ordem de compra substancial tende a elevar o preço desse ativo. Sabendo disso, o operador realiza uma

compra para si mesmo antes de processar a ordem do cliente. Quando o ativo atinge, por exemplo, R\$11,00 após a compra do cliente, o operador vende o ativo que adquiriu previamente, garantindo um lucro pessoal.

Essa prática gera um conflito de interesses entre o operador e o cliente, pois a antecipação da compra pelo operador contribui para o aumento de preço, prejudicando o cliente.

O exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função ocorre quando uma pessoa atua em um cargo ou desempenha uma função para a qual não possui a autorização legal ou as qualificações exigidas. Essa prática visa proteger a segurança e a integridade do mercado, ao evitar que indivíduos despreparados ou sem permissão interfiram nas operações e tomem decisões que possam comprometer a confiança dos investidores.

O artigo 27-E da Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976) define o crime de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função como:

Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, de assessor de investimento, de auditor independente, de analista de valores mobiliários, de agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: (Redação dada pela Lei nº 14.317, de 2022) Produção de efeitos
Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa. (Brasil, 1976, p.n.).

Cezar Roberto Bitencourt e Juliano Breda destacam que: “Há assim, diversos interesses em jogo na tutela exercida pelo art. 27-E: controle de acesso, fiscalização, qualificação do mercado de valores mobiliários e, mediante proteção da poupança popular” (Bitencourt; Breda, 2010, p. 370). Os autores acrescentam ainda que: “O crime de atuação irregular é de perigo abstrato, pois há uma presunção legal de que o exercício das funções de intermediações de valores mobiliários tem suficiente potencialidade lesiva aos interesses protegidos” (Bitencourt; Breda, 2010, p. 373).

Dessa forma, o bem jurídico tutelado busca assegurar a estabilidade do mercado de capitais, protegendo a atuação de agentes que possuem outorga estatal e conhecimento especializado para tais atividades. Nesse contexto, as sanções aplicadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) frente a irregularidades no mercado de capitais são fundamentais para a manutenção de um ambiente justo e transparente.

Tal delito não exige a comprovação de obtenção de vantagem ou dano a terceiro, por se tratar de um crime formal, a mera atuação no mercado de capitais já se caracteriza o crime.

A tipificação clara das condutas irregulares, acompanhada de suas respectivas punições, não apenas fortalece o mercado, mas também protege os investidores, promovendo uma cultura de responsabilidade e confiança.

4. O CASO DAS AMERICANAS S.A.

Conforme o blog oficial da Americanas, Quem Somos (2022, p.n.) foi inaugurada na cidade de Niterói, no estado do Rio de Janeiro, em setembro de 1929, pelos imigrantes John Lee, Glen Matson, James Marshall e Batson Borger, ex-funcionários do conglomerado Woolworth, uma rede de lojas americana famosa por oferecer produtos a preços muito baixos, com a proposta de comercializar itens que custavam entre 5 e 10 centavos de dólar à época. Os quatro empreendedores decidiram expandir esse modelo para outro país, acreditando que a acessibilidade dos produtos oferecidos traria boas chances de sucesso. Buenos Aires, na Argentina, foi escolhida inicialmente para essa expansão, mas o Brasil não fazia parte dos planos iniciais.

Durante a viagem à América do Sul, o grupo conheceu o brasileiro Aquino Sales e o austríaco Max Landesman, que apresentaram aos americanos as oportunidades de negócios no Brasil, destacando o mercado brasileiro como um ambiente promissor para o modelo de comercialização que pretendiam implementar. Convencidos da oportunidade no Brasil, especialmente após conhecerem o estado do Rio de Janeiro, os quatro americanos, que possuíam, em dólares, o equivalente a 10 mil contos de réis, acreditaram que esse era o local ideal para iniciar o negócio, devido ao alto número de funcionários públicos e militares com salários modestos, mas com renda estável.

Rapidamente abriram a Lojas Americanas S/A com o slogan “Nada além de 2 mil réis,” inspirando-se na empresa em que trabalhavam e observando que havia poucas lojas populares na cidade, sendo a maioria especializada em produtos específicos. Ao final do primeiro ano de operação, a rede já contava com quatro unidades, sendo três no Rio de Janeiro e uma em São Paulo. A empresa abriu seu capital e se tornou uma sociedade anônima na década de 1940, conforme Meira (2023, p.n.).

Em 1982, os sócios do Banco Garantia, Marcel Telles, Carlos Alberto Sicupira e Jorge Paulo Lemann, assumiram o controle da empresa. Os novos sócios majoritários reestruturaram a equipe de gestão, e a empresa passou a concentrar-se no segmento de varejo, com o objetivo de expandir-se por todo o território nacional.

Em 1994, ocorreu a fusão das Lojas Americanas S/A com a Wall-Mart Store Inc. Já em 1998, 23 lojas de supermercado foram vendidas, e a empresa redirecionou seus investimentos para tecnologia e logística conforme blog da companhia Quem Somos (2022, p.n.).

No ano de 2000, a Americanas.com ampliou seu capital por meio da subscrição de novas ações, que representaram 33% do capital social total da empresa, negociadas por

US\$ 40 milhões. Em 2001, a empresa apresentou resultados positivos, registrando um lucro líquido de R\$ 57,1 milhões e uma margem EBITDA de 6,2%.

Em 2003, a companhia acelerou seu programa de expansão, inaugurando 16 novos pontos de venda e lançando a Americanas Express, uma rede de lojas menores com uma oferta mais seletiva de produtos. Em 2004, a rede cresceu com a abertura de 35 lojas, sendo 5 no modelo Express, e inaugurou um centro de distribuição em São Paulo, aumentando em 50% sua capacidade de armazenamento, transporte e abastecimento. A Americanas.com registrou um crescimento de 62% nas vendas em relação ao ano anterior, com uma margem EBITDA consolidada de 12,1%.

Em 2005, as Lojas Americanas abriram 37 novas lojas, adquiriram o canal de televisão e o site de comércio eletrônico Shoptime, e realizaram uma joint venture com o Banco Itaú, criando a Financeira Americanas Itaú – FAI, ou Americanas Taií. Em 2007, a companhia anunciou a aquisição da BWU, detentora da marca BLOCKBUSTER® no Brasil, o que acrescentou 127 lojas à sua rede, além da reforma de 107 lojas da BWU e a inauguração de mais 50 novas unidades Quem Somos, 2022, p.n.

Em 2008, a Americanas direcionou suas estratégias à criação de valor para os acionistas, inaugurando 58 novas lojas e ampliando seus três centros de distribuição — localizados em São Paulo (SP), Rio de Janeiro (RJ) e Recife (PE) — com o objetivo de aprimorar a eficiência logística e aumentar a capacidade operacional. Segundo matéria publicada pela Folha de S.Paulo (2009, p.n.), por ocasião de seu 80º aniversário, a companhia lançou o programa “Sempre Mais Brasil”, que previa a abertura de 400 novas lojas até 2013. Nesse mesmo período, a B2W deu início à sua expansão internacional por meio da Ingresso.com, que passou a atender cinemas no México.

Segundo matéria jornalística do G1 (2011, p.n.), o ano de 2011 foi marcado por um expressivo avanço nas operações da companhia, consolidando sua estratégia de expansão e fortalecimento no mercado. Nesse período, foram inauguradas 90 novas lojas, representando um recorde de crescimento. A empresa também realizou o maior investimento de sua história, destinando R\$ 644 milhões ao aumento de capital da B2W e R\$ 350 milhões às Lojas Americanas, com foco na expansão, modernização da rede e atualização tecnológica.

Além disso, a B2W anunciou um aporte adicional de R\$ 1 bilhão em capital, por meio da emissão de 46 milhões de novas ações ordinárias, medida voltada ao fortalecimento da estrutura financeira da companhia e à ampliação de sua competitividade no mercado.

Em 2020, a Americanas.com alcançou um faturamento superior a R\$ 12 bilhões, com um volume de transações que ultrapassou 9 milhões de pedidos e mais de 40 milhões de clientes cadastrados, de acordo com a Divulgação de Resultados do 1º Trimestre de 2020.

A base de clientes consolidada alcançou 40,2 milhões de clientes ativos, um aumento de 3 milhões de clientes. Além disso, 8,6 mil novos sellers foram conectados ao B2W marketplace, chegando a um total de 55,4 mil sellers na plataforma e 31,7 milhões de itens oferecidos, um crescimento de 248% no número de itens. (Americanas, 2021, p. 4)

Entre Junho de 2012 e Julho de 2020, por exemplo, houve uma valorização de 2351,26% no valor a ser resgatado ao final do investimento em suas ações, sendo visto como um investimento seguro e até mesmo recomendado, na análise do BB Investimentos, o preço da ação da Americanas (AMER3) está “muito aquém do valor justo da companhia”, quando se leva em conta o crescimento de vendas, o ganho de margem líquida e a redução da alavancagem financeira. A instituição decidiu revisar o preço-alvo de R\$ 36,61 para R\$ 75,30, potencial de valorização (upside) de 104,6%, e mudou a recomendação para compra (Galvão, 2024, p.n.).

Em 2021, a B2W anunciou sua fusão com a Lojas Americanas, formando a Americanas S.A. (Pinheiro, 2021). Com essa integração, os sócios do 3G Capital decidiram abrir mão do controle societário da empresa após 40 anos, mantendo cerca de 31% da companhia, sem exigir um prêmio pela transação. Assim, passaram a atuar como “acionistas de referência”, sem deter mais de 50% das ações com direito a voto — estrutura que permanece até o momento.

Um ano histórico que termina, um novo capítulo que se inicia, com a combinação dos ativos e das bases acionárias de Lojas Americanas e B2W, criando uma só Companhia para clientes e investidores, a Americanas S.A. (Americanas, 2022, p. 4)

No início de 2022, a Americanas S.A. realizou uma nova reestruturação societária, incorporando a operação das Lojas Americanas. A marca passou a ser dividida em três categorias principais: core, incluindo Americanas, Submarino, Shoptime e Sou Barato; iniciativas de crescimento, representadas por Puket, Imaginarium, Natural da Terra e Hortifruti; e futuro, que abrange áreas como Ame Digital, inteligência artificial e machine learning.

“Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária da Companhia realizada em 29/04/2022, foi aprovada a incorporação, pela Americanas, dos acervos da controlada direta BFF Logística e Distribuição Ltda. e da controlada indireta Direct Express Logística Integrada S.A.” (Americanas, 2022, p. 5)

Em 11 de janeiro 2023, Sérgio Rial, ex-presidente do Santander Brasil, após assumir a presidência da Americanas, sucedendo Miguel Gutierrez, que ocupou o cargo por 20 anos. Nove dias após sua posse, Rial divulgou um fato relevante em nome da companhia, informando que haviam sido encontradas “inconsistências contábeis” estimadas em R\$ 20 bilhões na conta fornecedores. Inicialmente, o fato relevante não apresentava muitos detalhes, uma vez que não esclarecia a origem dessas inconsistências nem o valor exato. O montante dessa inconsistência contábil era superior ao patrimônio líquido da empresa registrado no final de setembro de 2022, que estava pouco abaixo de R\$ 15 bilhões, sendo classificado pela Abradin como uma “fraude multibilionária”. No mesmo dia Rial e o diretor financeiro da empresa, André Covre, pediram a renúncia de seus cargos.

No dia 12 de janeiro de 2023, um dia após a publicação do fato relevante as ações apresentaram uma queda de 77,33%, apresentando uma perda de R\$ 8,4 bilhões em valor de mercado, o equivalente ao tamanho de uma Minerva na B3 no mesmo dia (TradeMap; Cutait, B., 2023, p.n.).

Para manter a liquidez, a operação e o cumprimento dos compromissos da companhia, a 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, a pedido das Americanas, concedeu uma medida de tutela de urgência cautelar contra o vencimento antecipado de dívidas. A decisão dá fôlego para a empresa enfrentar esta crise sem precedentes. Além disso, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro deu 30 dias corridos para a Americanas entrar com pedido de recuperação judicial, sob pena de perda de eficácia da medida cautelar. É importante destacar que neste momento a empresa possuía em caixa apenas R\$ 800 milhões. A título de comparação, o valor é significativamente menor do que os R\$ 8,6 bilhões reportados no terceiro trimestre de 2022, (G1, 2023, p.n.).

4.1. A falha na administração da companhia e as suas condutas irregulares

Conforme já apontado o caso da Americanas S.A. revelou uma das maiores crises de governança corporativa e de integridade financeira da história recente do mercado de capitais brasileiro. A descoberta de um rombo bilionário em suas demonstrações contábeis, estimado em mais de 20 bilhões de reais, evidenciou não apenas práticas fraudulentas, mas também profundas falhas na estrutura de controle e na atuação dos administradores da companhia.

Em audiência pública realizada pela Comissão Parlamentar de Inquérito das Americanas, o convidado Aurélio Valporto, presidente da Associação Brasileira dos Investidores (Abradin), destacou que casos como o da Americanas refletem um problema recorrente no Brasil e comprometem a eficiência do mercado de capitais. Segundo Valporto (2023, p. 71-72)., “a função econômica do mercado de capitais, como forma mais eficiente e barata de financiar a atividade econômica”, acaba sendo desvirtuada quando se verificam fraudes de grandes proporções. Ele argumenta que “casos como o das Americanas vêm se repetindo ao longo da história, e por isso o mercado de capitais, ao seu entender, é, no Brasil, pouco eficiente”. O mesmo esclareceu que:

(...) o cerne da fraude na operação de risco sacado é que os juros, que deveriam entrar na despesa, eles na verdade entravam abatendo a conta 'fornecedores', o passivo. Então, uma conta que seria redutora do resultado acabava reduzindo o passivo e inflando artificialmente o resultado. Isso gerava dividendos para os principais acionistas, dividendos vultosos, gerava bônus para os administradores, bônus multimilionários.(Valporto, 2023, p. 72).

Valporto prossegue explicando a mecânica contábil da fraude:

No risco sacado, acontece o seguinte. Quando uma empresa financia qualquer coisa com um fornecedor, vai para o passivo, para Contas a Pagar, para Fornecedores; e, no ativo, Estoques. Nesse caso, entrava um terceiro: ‘Olha, eu não tenho dinheiro para te pagar agora. Vou te pagar em 180 dias’. [...] O banco entrava financiando o fornecedor, o cedente, e o sacado, que era a Americanas, assumia a responsabilidade de pagar isso. [...] Como isso deveria ser contabilizado? Vamos supor que comprou a mercadoria por 900. Lançaria 900 em Contas a Pagar, para o banco, porque ele assumiu a dívida com o banco; 900 no ativo; e, quando fosse pagar, pagaria 100 de juros, por exemplo. Então, faria o pagamento abatendo os juros em conta de resultado. [...] Só que eles não faziam isso. [...] Quando fossem pagar, na verdade iam pagar 1.000 ao banco, porque havia 100 de juros ali embutidos, e lançavam tudo como se tivessem pagado a fornecedores. Isso tinha o condão de reduzir a conta Fornecedores ao mesmo tempo em que inflava artificialmente o resultado da empresa. (Valporto, 2023, p. 71-73).

Dessa forma, a fraude não estava na existência da operação de risco sacado, mas na forma como ela foi contabilizada, manipulando o passivo e omitindo despesas financeiras, o que gerou lucros artificiais e permitiu a distribuição indevida de dividendos e bônus milionários à alta administração. O próprio Valporto resume com clareza: “O problema, portanto, não é a operação risco sacado em si, que é de uso comum do mercado. O problema é a forma como eles usaram isso para fraudar.” para Valporto (2023, p. 73).

Leonardo Coelho Pereira, Diretor-presidente da Americanas S.A. na mesma comissão corrobora com a fala de Valporto, o reconhecimento da natureza fraudulenta dos

atos praticados foi um ponto de inflexão no processo de recuperação da empresa. Nas suas palavras “Hoje, no fato relevante, as Americanas, pela primeira vez, não chamam mais essa crise de inconsistências contábeis; elas chamam de fraude”. Esse reconhecimento se fundamentou na constatação de manipulações estruturais nos balanços da companhia. Pereira demonstrou, com base em documentos internos, a existência de discrepâncias expressivas entre o que era apresentado internamente e o que era divulgado ao mercado “Na linha do EBITDA [...] a antiga Diretoria de ‘Visão Interna’ apresentava um prejuízo de 733 milhões de reais, enquanto a ‘Visão Conselho’ registrava um lucro de praticamente 2,9 bilhões de reais” Pereira (2023, p. 81).

A diferença de 3,5 bilhões de reais revela que a fraude não se restringiu a meras falhas técnicas, mas configurou um esquema deliberado de manipulação de resultados. Conforme enfatiza o diretor, “a fraude das Americanas é uma fraude de resultado”, construída mediante o uso indevido de instrumentos financeiros como o risco sacado e a verba de propaganda cooperada (VPC) segundo Pereira (2023, p. 81).

Pereira descreveu detalhadamente o mecanismo de ocultação de dívidas e criação artificial de lucros. Em suas palavras:

A fraude é de resultado, então, cria-se lucro adicional. Esse lucro é criado, mas, obviamente, como ele é fictício, não existe caixa. Então, entra um instrumento do risco sacado para criar a posição de caixa. Quando entra o instrumento de risco sacado, isso é uma dívida, e deveria ser reconhecida como tal. Não era. (Pereira, 2023, p. 87).

Essa engenharia contábil mascarava o verdadeiro endividamento da empresa, tornando-o invisível aos analistas e investidores. O uso do VPC, segundo o depoimento, ajustava artificialmente o balanço, equilibrando as contas de fornecedores e ocultando os efeitos da fraude. Tal prática, conforme o próprio Pereira, resultou em “um efeito líquido total de 400 milhões de reais”, valor que não despertava suspeitas externas, embora mascarasse “mais de 18 bilhões de reais do risco sacado” Pereira (2023, p. 88).

Além das manipulações financeiras, o caso revela graves falhas éticas e institucionais. As mensagens trocadas entre diretores evidenciam a intenção deliberada de enganar o conselho e o mercado. Como destacou Pereira: “Estava refletindo sobre nossa alavancagem em março de 2017. Não podemos mostrar para o conselho e mercado nada acima de 3.3-3.5. Será morte súbita” (2023, p. 82).

Essa comunicação interna demonstra o nível de consciência dos executivos sobre a gravidade de suas ações. Ainda mais preocupante foi a constatação de que o Comitê de

Auditoria havia questionado, em diversas ocasiões, a existência de risco sacado — e em todas elas a antiga diretoria negou o fato. Segundo o depoimento: “O comitê de auditoria faz perguntas sobre risco sacado para os Diretores em pelo menos três ocasiões. Em todas as três ocasiões, a antiga Diretoria nega a existência de risco sacado” Pereira (2023, p. 82).

A declaração de Carla Bellangero, sócia de auditoria da KPMG no Brasil, apresentada na mesma comissão, corrobora o depoimento de Pereira e reforça a existência de indícios que, à época, foram desconsiderados pela administração:

Executamos procedimentos de circularização junto a bancos, isto é, o envio de cartas de confirmação de saldos e transações financeiras. Examinamos as respostas de aproximadamente 20 instituições por ano e obtivemos retornos de duas instituições financeiras em 2016 e de três em 2018, informando inicialmente a existência de transações de risco sacado. Ao questionar a administração sobre o fato de tais operações não constarem nas demonstrações financeiras, recebemos a explicação de que elas ‘não existiam’ e que havia um equívoco nas respostas fornecidas pelos bancos. Diante disso, solicitamos que a administração reconfirmasse as informações junto às instituições financeiras, que emitiram novas cartas corroborando a versão da empresa e retificando suas respostas anteriores. Em um dos casos, a justificativa apresentada pelos bancos foi a ocorrência de um ‘problema sistêmico’. Além disso, a administração enviou representação complementar por escrito, reafirmando a inexistência das operações de risco sacado. Considerando as evidências contraditórias obtidas durante o processo de auditoria, e visando garantir transparência e conformidade com as normas profissionais, entendemos que o tema deveria ser formalmente comunicado aos Conselhos Fiscais e aos Comitês de Auditoria das companhias — e assim o fizemos. Essa comunicação consta em nossas apresentações de conclusão de trabalho como um assunto não usual de auditoria. (Bellangero, 2023, p. 132).

A manipulação de informações não se restringiu ao âmbito interno. Houve também tentativas explícitas de interferir no trabalho das auditorias externas, PwC e KPMG. Pereira afirmou que “houve trocas entre a diretoria da empresa e uma das auditorias [...] para amenizar o conteúdo da carta de controle”, convertendo expressões críticas como “deficiências significativas” em termos mais brandos, como “recomendações que merecem atenção da Administração” Pereira (2023, p. 87). Essa conduta comprometeu a independência das auditorias e fragilizou os mecanismos de governança.

Outro aspecto relevante apontado pelo executivo diz respeito à omissão do Conselho de Administração diante de dívidas não reportadas. Ele explicou que “qualquer dívida que seja superior a 5% do patrimônio [...] tem que passar pela aprovação do Conselho”, o que não ocorreu, uma vez que “essas dívidas de risco sacado não passaram pelo Conselho de Administração” Pereira (2023, p. 91).. Tal prática viola princípios básicos de transparência e responsabilidade corporativa, configurando clara falha administrativa.

Os impactos da fraude foram amplos e multifacetados. Além do colapso de credibilidade, houve a distribuição de dividendos baseados em lucros inexistentes, o que beneficiou diretamente diretores e acionistas. Conforme detalhou Pereira: “O lucro fictício gera dividendos [...] Esse valor alimenta pagamento de bônus aos diretores, e obviamente também há um pagamento de impostos correlatos. A Americanas, em 2022, pagou 1,7 bilhões de reais em impostos nas diferentes esferas” Pereira (2023, p. 88).

Ainda que o diretor tenha ressaltado não haver, até o momento, evidências de envolvimento direto dos acionistas de referência, reconheceu que “os acionistas de referência receberam algo equivalente a 750 milhões de reais, nos últimos 10 anos, em dividendos dessa companhia” Pereira (2023, p. 92).. Em contrapartida, houve aportes de capital de 2,3 bilhões de reais nos mesmos períodos, o que demonstra uma relação financeira complexa entre gestores e investidores.

O depoimento de Leonardo Pereira evidencia que, embora a Americanas possuísse todos os instrumentos formais de governança — “conselheiros independentes, comitês de auditoria e linhas de defesa internas” —, tais mecanismos não foram capazes de impedir as irregularidades, Pereira (2023, p. 98).

A falsificação de documentos e o conluio entre gestores e auditores criaram um ambiente de opacidade incompatível com o porte e a relevância da empresa no mercado.

Em síntese, as falas de Pereira revelam que a crise da Americanas não decorreu apenas de um erro contábil, mas de um colapso sistêmico de governança corporativa, agravado por condutas dolosas e manipulações intencionais. O caso reforça a necessidade de fortalecimento dos mecanismos de controle interno e da supervisão das auditorias independentes. Como concluiu o próprio diretor:

Essas evidências [...] não mais me permitem tratar isso como inconsistências contábeis. [...] Seguimos a determinação de demissão de todas as pessoas envolvidas e de compartilhamento do relatório com o Ministério Público, a Polícia Federal e a CVM (Pereira, 2023, p. 87).

Tal necessidade de fortalecimento dos mecanismos se dá principalmente para a proteção da confiança no mercado, como sintetiza:

A confiança desenvolveu-se como uma fonte de responsabilidade no direito dos seguros, no direito de representação legal, em casos de responsabilidade pelo produto, em casos comuns de negligência e, é claro, para perda causada por confiança justificável na linguagem ou conduta que não pode de modo algum ser vista como promissória (*estoppel*) e pela perda do direito em razão da promessa

feita que levou a outra parte a praticar um ato (*'promissory estoppel'*) Atiyah (1986, p. 87-88).

Segundo matéria do Radar Econômico por Gil (2024, p.n.), o ex-diretor estatutário da Americanas, Márcio Cruz Meirelles, em delação premiada ao Ministério Público Federal, detalhou a “cadeia de comando” da fraude na companhia. Meirelles afirmou que Miguel Gutierrez, ex-CEO, era o líder da operação e possuía a “palavra final”, contando com o apoio dos executivos mais próximos. Segundo ele: “Quando não estávamos de acordo com o que Miguel achava, acabávamos mudando para ajustar ao que ele decidia (...) Era a última palavra na nossa estrutura.” O ex-diretor também declarou que Anna Saicalli, ex-presidente do Conselho de Administração do Grupo B2W, não tomava decisões sem alinhar previamente com Gutierrez, afirmando que “ela alinhava tudo com o Miguel”. Além disso, Meirelles indicou que as fraudes contábeis eram executadas pelos ex-diretores Marcelo Nunes, José Timótheo de Barros e Anna Saicalli, que “tinham visibilidade total sobre a fraude” (Gil, 2024).

Segundo notícia publicada pelo G1 por Saigg (2025, p.n.), no âmbito do direito penal, a Polícia Federal indiciou e o Ministério Público Federal (MPF) denunciou 13 ex-executivos e ex-funcionários da Americanas por envolvimento em fraudes contábeis. Foram denunciados o Miguel Gutierrez (ex-CEO da Americanas), a Anna Saicali (ex-CEO da B2W, responsável pela área digital), o Timotheo Barros (vice-presidente), o Márcio Cruz (vice-presidente), o Carlos Padilha (ex-diretor), o João Guerra (ex-diretor), o Murilo Corrêa (ex-diretor), a Maria Christina Nascimento (ex-diretora), a Fabien Picavet (ex-diretor), o Raoni Fabiano (ex-diretor), o Luiz Augusto Saraiva Henriques, o Jean Pierre Lessa e Santos Ferreira e a Anna Christina da Silva Sotero.

Os 13 investigados foram denunciados pelos crimes de organização criminosa, falsidade ideológica e manipulação de mercado. Ressalta-se que Murilo Corrêa, Luiz Augusto Saraiva Henriques, Carlos Padilha, Fabien Picavet e Anna Christina da Silva Sotero não foram denunciados por uso de informação privilegiada.

O caso das Americanas escancara a fragilidade dos mecanismos de governança corporativa quando a cultura organizacional se afasta da transparência e da responsabilidade. Mais do que um erro contábil, trata-se de um colapso sistêmico de ética empresarial, que exige do mercado e das autoridades um fortalecimento urgente dos controles internos, da independência das auditorias e da responsabilização dos administradores.

5. A RESPONSABILIZAÇÃO CIVIL DA COMPANHIA

Com o surgimento de um dano, surge para o causador a obrigação de repará-lo. O ordenamento jurídico brasileiro adota, nesse contexto, duas teorias de imputação de responsabilidade. Conforme Gandini e Salmão (2003, p. 45), a responsabilidade subjetiva exige a presença de culpa ou dolo, sendo necessária a coexistência de quatro elementos para sua caracterização: conduta, dano, culpa e nexo de causalidade entre a conduta e o dano. Já a responsabilidade objetiva, prevista no artigo 927 do Código Civil, dispensa a comprovação de culpa ou dolo do agente, atribuindo-lhe a obrigação de indenizar independentemente da existência de conduta culposa, como bem exemplifica a doutrina. Contudo tal responsabilidade pode recair sobre a esfera cível ou criminal, ou até mesmo nas duas conforme Gagliano; Filho Pamplona (2019,3, p. 60-73), indo de encontro com definição renomada de responsabilidade civil, que não havia nenhuma distinção entre responsabilidade civil e responsabilidade penal. Tudo, inclusive a compensação pecuniária, não passava de uma pena imposta ao causador do dano segundo Gonçalves (2012, p. 259).

A responsabilidade civil da companhia não está expressamente prevista na Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações – LSA), sendo uma construção doutrinária inspirada na legislação norte-americana — especialmente na *Securities Exchange Act* —, no Código Civil Brasileiro e, sobretudo, na teoria da “apresentação” da sociedade anônima:

Quando o órgão da pessoa jurídica pratica o ato, que há de entrar no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, não há representação, mas apresentação. O ato do órgão não entra, no mundo jurídico, como ato da pessoa, que é órgão, ou das pessoas que compõem o órgão. Entra no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, porque o ato do órgão é ato seu (Pontes de Miranda, 1974, p. 280).

Assim, a apresentação é atribuída pela LSA exclusivamente aos diretores, cabendo ao estatuto social e ao Conselho de Administração apenas disciplinar ou restringir esse poder, conforme dispõe o art. 144 da referida lei.

A influência da legislação norte-americana é perceptível também nos mecanismos de responsabilização civil aplicados às companhias abertas. A *Securities Exchange Act* ganhou notoriedade no Brasil a partir das ações coletivas (*class actions*) ajuizadas por investidores contra a Petrobras, seus administradores e controladores, em razão das perdas sofridas com a desvalorização de suas ações após os desdobramentos da Operação Lava Jato. Essas ações foram reunidas na Corte Distrital do Sul de Nova Iorque, em fevereiro de 2015, sob a jurisdição do juiz Jed Rakoff, culminando em um acordo multibilionário com

os acionistas estrangeiros (detentores de ADRs), que resultou no pagamento de aproximadamente R\$ 3,4 bilhões conforme Pamplona (2018, p.n.).

No Brasil, acionistas nacionais também buscaram reparação por meio de arbitragem perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, mas, em 9 de janeiro de 2025, foi noticiada sentença arbitral favorável à Petrobras, afastando a pretensão indenizatória dos investidores segundo Gonçalves e Farah (2025, p.n.).

Em linhas gerais, o art. 158 da LSA estabelece que o administrador não é pessoalmente responsável pelos atos praticados no exercício regular de sua gestão, pois tais atos são imputáveis à sociedade. Entretanto, o mesmo dispositivo prevê duas exceções: quando o administrador age com culpa ou dolo, dentro de suas atribuições, ou quando viola a lei ou o estatuto social. Essa regra é de ordem pública, não podendo ser afastada pelo estatuto ou pela assembleia, pois tutela o interesse coletivo — da companhia, dos acionistas e do próprio mercado.

Nesse sentido:

A responsabilidade pessoal dos administradores das sociedades anônimas, no curso da existência social, pode ser apreciada sob dois pontos de vista: 1º no desempenho de sua gestão; e 2º, no cumprimento das obrigações que a lei e o contrato social ou os estatutos lhes impõem. O fim dessa responsabilidade, de ordem pública e, portanto, não modificável pelo pacto, é prevenir e obstar a consequência, de atos ilícitos e reparar aos prejudicados os danos causados, mantendo as garantias que a lei e os estatutos sociais prometem às sociedades, aos acionistas e a terceiros Mendonça (2000, p. 75-76).

Dessa forma, a responsabilidade dos administradores é subjetiva, dependendo da comprovação de dolo ou culpa, conforme a regra geral do Código Civil de 2002. O §1º do art. 158 prevê penalidade por negligência, conivência ou omissão diante de ato ilícito, enquanto os §§ 2º e 3º tratam da responsabilidade solidária, limitada aos deveres específicos impostos pela lei e pelo estatuto. Já os §§ 4º e 5º estabelecem que o administrador que tomar conhecimento de irregularidades não sanadas por seu antecessor deve comunicar o fato à assembleia geral, sob pena de se tornar solidariamente responsável; e que aquele que concorrer para a prática de ato ilícito, visando obter vantagem própria ou para outrem, responderá solidariamente com o infrator.

Mas não se está, ainda, na linha da responsabilidade sem culpa, os administradores responderão, ainda assim, por culpa própria e individual. O administrador a quem competia a prática de ato específico responderá por ter deixado de praticá-lo. O administrador que não tinha atribuição direta para a prática do ato responderá por falta de dever de diligência ao não verificar o descumprimento do dever pelo outro administrador a não ter agido de forma a evitar a ocorrência do prejuízo (Campos, 1997, p. 311).

De acordo com o autor, portanto, mesmo sem a exigência de dolo, a simples omissão ou falta de diligência já caracteriza a infração aos deveres previstos no art. 158 da LSA, podendo ensejar a responsabilização.

Fato relevante é que, com base na conduta dos senhores Sérgio Rial e André Covre durante o curto período em que estiveram à frente da companhia — ambos recém-empossados em 2 de janeiro de 2023 —, após a identificação das irregularidades contábeis, procederam prontamente à divulgação da fraude, buscando resguardar-se e cumprir seus deveres de transparência e diligência. Posteriormente, comunicaram a decisão de deixar seus cargos, menos de dez dias após a posse.

Contudo, a parte minoritária da doutrina defende a responsabilidade objetiva dos administradores.

Na configuração da responsabilidade dos administradores, leva-se em conta a sua situação de poder sobre a companhia. Daí advém o perfil da responsabilidade do administrador. E somente na análise comparativa da performance do administrador com situações afins pode-se verificar os efeitos no tocante aos interesses da companhia³³(...)“não se trata da simples adoção da teoria do risco, mas da “caracterização da responsabilidade civil não mais ostentando o dado moral como seu principal fundamento (Carvalhosa e Latorraca, 1997, p. 311).

Dessa forma, segundo Carvalhosa e Latorraca, a responsabilidade decorre do poder de gestão e da violação de deveres legais ou estatutários, não dependendo da aferição de culpa. Assim, a responsabilização do administrador na companhia de capital aberto representa instrumento essencial de proteção ao investidor, de preservação da confiança no mercado e de fortalecimento da governança corporativa.

Tal ramificação converge com a definição apresentada por Gonçalves, ao aplicar a teoria da responsabilidade objetiva, também denominada teoria do risco, a qual prioriza a relação de causalidade entre a conduta e o dano. Nessa perspectiva, a presença ou ausência de culpa ou dolo torna-se irrelevante para a configuração do dever de indenizar. A teoria parte do pressuposto de que toda atividade humana envolve um risco inerente, capaz de atingir terceiros, especialmente no âmbito do mercado de capitais, que por sua natureza já apresenta elevado grau de risco empresarial conforme Gonçalves (2018, p. 360-361).

No caso das Americanas, evidencia-se um dano significativo à imagem da companhia, uma vez que suas ações caíram mais de 99% desde o início do escândalo, conforme Sene (2024, p.u.). Nesse contexto, torna-se pertinente o conceito de risco de

imagem, definido por Siomkos & Kurzbard (1994, p. 30-41) como a probabilidade de ocorrência de danos à imagem da empresa em decorrência de eventos negativos. O risco reputacional, intimamente relacionado ao de imagem, refere-se à ameaça à reputação da companhia por escândalos ou má conduta, podendo atenuar ou agravar os impactos negativos. Cabe ressaltar que a Lojas Americanas é uma pessoa jurídica, ou seja, uma ficção legal formada por indivíduos cujas ações determinam o crescimento ou o declínio da empresa.

Segundo Coelho (2011, p. 241), o conselho fiscal e os acionistas que representem cinco por cento ou mais do capital social, nos casos de violação da lei ou do estatuto, ou diante de fundada suspeita de grave irregularidade, podem responsabilizar aqueles que praticarem atos ilícitos. A omissão na atuação adequada pode resultar em penalização, seja de forma individual ou solidária, conforme as circunstâncias do caso. No contexto do caso das Americanas, a Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) constatou falhas do conselho fiscal em identificar irregularidades, observando que “as demonstrações financeiras divulgadas pela Companhia nos períodos anteriores ao fato relevante foram acompanhadas de parecer do Conselho Fiscal, com opinião, de forma unânime, favorável à aprovação das demonstrações financeiras pelos acionistas da Companhia” Brasil (2022, p. 46). Valporto (2023, p. 74) ressalta, ao comentar sobre a responsabilidade das falhas de governança corporativa que culminaram no rombo bilionário, que “a auditoria, o comitê de auditoria, a meu ver, falhou. A auditoria interna também, o conselho fiscal falhou, porque havia muitas evidências de que as fraudes estavam sendo cometidas”.

Dessa forma, fica evidente que as fraudes contaram, ou com a anuência do conselho e dos administradores, ou com a incapacidade significativa desses órgãos de gerir adequadamente a companhia, sobretudo considerando tratar-se de uma empresa de capital aberto. Tal cenário evidencia que o dano financeiro sofrido decorreu diretamente da má administração da companhia.

Logo, o investidor pode propor ação em face da companhia visando à reparação pelos prejuízos causados ao seu patrimônio, uma vez que a desvalorização de suas ações decorreu de um caso de fraude, caracterizado pela violação dos deveres de informação e de diligência. Ressalta-se que a oscilação do valor de mercado das ações afeta diretamente apenas o patrimônio dos acionistas. O que deve ser analisado, portanto, é o patrimônio líquido da pessoa jurídica, sob a perspectiva exclusiva da sociedade, e não de seus sócios ou acionistas.

Mesmo que se possa considerar que o fenômeno econômico da empresa, sob seu perfil subjetivo, encontra vida na atuação do empresário, ou da sociedade empresária, que tem a iniciativa do empreendimento, suporta os riscos inerentes à atividade empreendida e realiza trabalho organizador da atividade, o fato é que, sob o aspecto objetivo, a empresa tem projeção patrimonial própria, materializada no estabelecimento e em outros bens que compõem o acervo patrimonial da empresa (Nery, 2016, p. 134).

O caso da Americanas evidencia, portanto, que a dilapidação do patrimônio dos acionistas não decorreu de mero equívoco no cumprimento das obrigações empresariais, tampouco de falhas estratégicas na condução dos negócios, mas sim da prática de atos ilícitos perpetrados pela alta administração da companhia. O §7º do art. 159 da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) dispõe que a companhia e seus administradores podem ser responsabilizados por prejuízos causados diretamente a sócios ou a terceiros, assegurando-lhes o direito de ação para reparação dos danos sofridos.

Ocorre que o fato de ser vítima não impede que a sociedade seja simultaneamente responsável, pois é vítima em relação a alguns acionistas, e responsável em relação aos outros. Se, por exemplo, houver um desfalque na sociedade em relação a dinheiro nela depositado por terceiro, a empresa é vítima do ato ilícito, mas responsável perante o depositante. O fato de o depositante ser terceiro não acionista, ou não, não importa para a caracterização da responsabilidade (Leães, 2018, p. 53).

Fica claro que a empresa não pode ser vista apenas como uma vítima comum. Ela possui deveres e atribuições que devem ser rigorosamente cumpridos. Assim, somente se pode considerá-la vítima quando demonstrar que atuou em conformidade com suas obrigações legais e estatutárias. Caso contrário, sua omissão ou atuação irregular configura corresponsabilidade pelos danos causados.

A jurisprudência evoluiu no sentido de reconhecer essa dualidade de papéis da pessoa jurídica:

[A]ssim, no particular, discutiu-se, por algum tempo, a validade de avais ou de outras garantias dadas por diretores, sem que tivesse autorização pelos estatutos ou aos quais eram vedados dá-los. A jurisprudência se firmou, com decisões do STF, no sentido de se distinguir a responsabilidade interna, na qual a empresa podia cobrar do culpado o prejuízo causado, e a externa, em virtude da qual a empresa devia ser responsabilizada em benefício do terceiro lesado, acionista ou não, sem prejuízo da eventual ação regressiva que teria contra seu funcionário. Poder-se-ia dizer que, no caso, a empresa era simultaneamente vítima (do ato ilícito do administrador ou do preposto) e responsável (pela indenização em favor do lesado) (Carvalhosa, Leães e Wald, 2018, p. 113-114).

Em consonância com esse entendimento:

[a] corrupção, todos sabem, é prática que depende necessariamente da atuação de pelo menos dois sujeitos: de um lado, o que paga para ter o benefício indevido; de outro o que concede este em troca do pagamento. Uma empresa é corrompida quando cumpre este segundo papel. Noto que a empresa corrompida suporta imediata e diretamente, em seu patrimônio e atividade econômica, os efeitos deletérios da corrupção. Suporta-os, porém, apenas por ter sido um sujeito indispensável à realização do ilícito, por ter se submetido a essa lamentável e indecorosa posição. Sem o concurso da corrompida, a empresa corruptora não teria minimamente como perpetrar a corrupção. [...] A empresa corrompida pode até alegar ser vítima, em razão dos prejuízos que a corrupção necessariamente lhe causa. Mas não será, com certeza, nunca uma vítima inocente, por sua indispensável participação na perpetração do ilícito, sua imoral colaboração com os corruptores. E, ainda que seja vítima, disto não decorre necessariamente nenhuma exclusão ou mitigação de responsabilidade. A lei conhece várias hipóteses em que a vítima de certo dano tem a responsabilidade de indenizar outras vítimas, e, depois, o direito de buscar em regresso o ressarcimento do agente causador. Na Constituição Federal, para focarmos num exemplo bastante significativo, o art. 37, §6º, estabelece que o Estado responde objetivamente pelos danos causados a terceiro por um seu funcionário, mas pode depois regredir contra este, em caso de dolo ou culpa. Se o motorista de veículo oficial causa culposamente um acidente de trânsito, provocando danos tanto no bem público como no de um particular, veem-se duas vítimas neste cenário, sendo o Estado uma delas. Da circunstância de ter sofrido um dano indenizável e ser, neste sentido, uma vítima, o Estado não pode, contudo, pretender-se irresponsável perante a outra vítima, o particular. A empresa corrompida, em suma, é vítima da corrupção. Disso não se segue, porém, que ela não tenha o dever de indenizar outras vítimas. E, sendo a empresa corrompida uma companhia aberta, entre as vítimas se encontrarão os investidores que sofrerem prejuízo pela desvalorização de seus investimentos, quando causada pelo descumprimento de deveres perante o mercado de capitais, enquanto emissora de valores mobiliários. Sendo, sublinho, emissora de valores mobiliários oferecidos ao mercado de capitais, a empresa corrompida responde por prejuízos sofridos pelos investidores, se procedeu à divulgação de informações falsas ou mesmo imprecisas. Poderá, depois, reaver o que pagou aos investidores a título de indenização, voltando-se em regresso contra o responsável pela materialização da corrupção, seja o acionista controlador, administradores, empregados ou até mesmo a empresa corrupta (Coelho, 2018, p. 179-180).

O dever de indenizar da companhia decorre da responsabilidade civil extracontratual, aplicável quando presentes os elementos objetivos: dano, ilicitude, culpa e nexo de causalidade. Investidores, assim como a própria companhia, são considerados vítimas em casos de manipulação de preços, omissão ou divulgação de informações incompletas, falsas ou tendenciosas. Nesse sentido, os incisos I e III do art. 1º da Lei nº 7.913/1989 asseguram a proteção individual ou coletiva dos investidores no mercado de capitais. Essa reparação deve observar as disposições sobre responsabilidade civil previstas no Código Civil Brasileiro, disciplinadas principalmente nos arts. 186, 187 e 927.

Coelho (2018, p. 183) apresenta a teoria de que não há previsão específica de responsabilização direta da companhia pelos atos de seus administradores, mas apenas dos

acionistas controladores (art. 117 da LSA) e dos próprios administradores (art. 158 da LSA).

O autor sustenta que penalizar a companhia por tais atos configuraria medida autofágica, uma vez que haveria confusão entre credor e devedor da indenização, considerando que o acionista lesado permanece integrante do quadro societário. Além disso, Coelho destaca a dificuldade em comprovar que a conduta irregular tenha sido a causa exclusiva da desvalorização das ações, visto que esta pode decorrer também de fatores concorrentes.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste trabalho, foi possível realizar uma análise aprofundada acerca do funcionamento do mercado de capitais brasileiro, destacando sua formação histórica e o papel essencial da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como órgão regulador e fiscalizador das companhias de capital aberto.

Foram examinados os deveres e responsabilidades da administração dessas empresas, com ênfase no dever de diligência, na observância das finalidades sociais, na lealdade, na prevenção de conflitos de interesse e na obrigação de transparência perante os acionistas — todos elementos indispensáveis para uma governança corporativa ética e eficiente. Evidenciou-se que os investidores depositam expectativas legítimas de que o capital investido gere retornos compatíveis com a relação risco-retorno, cabendo à administração conduzir os negócios de modo a atender a essas expectativas e cumprir os deveres inerentes à função. Constatou-se, ainda, que as companhias dependem do mercado de capitais como fonte estratégica de capitalização, o que reforça a necessidade de confiança, integridade e estabilidade nesse ambiente.

O estudo das condutas irregulares e das sanções aplicáveis demonstrou a relevância do cumprimento rigoroso das normas legais e regulamentares para a proteção dos investidores e para a preservação da credibilidade do sistema financeiro. Nesse sentido, a análise do caso Americanas S.A., a partir do relatório da CPI, evidenciou de forma concreta as graves consequências da ausência de controles internos e de falhas na governança corporativa, que resultaram em expressiva desvalorização das ações e prejuízos ao patrimônio dos investidores. Tal cenário reforça a importância de práticas administrativas responsáveis e de mecanismos eficazes de fiscalização e transparência, indispensáveis à segurança e à credibilidade do mercado financeiro.

Verificou-se, ademais, que a diretoria e os demais órgãos de administração devem atuar como instrumentos legítimos de expressão da vontade social, sempre alinhados aos princípios da boa-fé, da lealdade e da responsabilidade corporativa.

Diante do exposto, constata-se que a responsabilização civil das companhias abertas e de seus administradores constitui elemento fundamental para a credibilidade e o equilíbrio do mercado de capitais brasileiro. A análise das teorias subjetiva e objetiva de imputação de responsabilidade demonstra que, embora o ordenamento jurídico pátrio adote majoritariamente a responsabilidade subjetiva, a evolução doutrinária e jurisprudencial tem reconhecido hipóteses em que a responsabilidade da pessoa jurídica se aproxima da

objetiva, especialmente diante de violações aos deveres de diligência, lealdade e transparência.

O caso das Lojas Americanas S.A. exemplifica de maneira paradigmática as consequências da inobservância desses deveres. As condutas ilícitas praticadas por parte da alta administração demonstram que a ausência de mecanismos eficazes de controle interno e de governança corporativa fragiliza não apenas a estrutura da companhia, mas compromete a confiança dos investidores e do mercado como um todo.

Verifica-se, portanto, que a companhia, ainda que também possa ser considerada vítima das ações de seus gestores, não se exime do dever de indenizar os investidores lesados, conforme previsto no art. 159, §7º, da Lei das Sociedades por Ações e no art. 927 do Código Civil. Tal entendimento decorre da própria natureza da responsabilidade extracontratual e da necessidade de assegurar a reparação integral dos danos causados aos acionistas.

Em síntese, a efetividade do mercado de capitais depende diretamente da integridade das informações divulgadas e da conduta ética de seus administradores. O fortalecimento da governança corporativa, aliado à atuação rigorosa da CVM e à consolidação de uma cultura de transparência e responsabilidade, constitui o caminho indispensável para restaurar a confiança dos investidores e promover a estabilidade do sistema financeiro nacional.

Conclui-se, por fim, que a responsabilização civil da companhia e de seus administradores representa instrumento essencial para garantir a reparação de danos e a punição de condutas lesivas ao mercado e aos acionistas. Assim, a eficácia e a solidez do mercado de capitais dependem não apenas da aplicação da legislação vigente, mas também da observância de valores éticos, da transparência e da responsabilidade na gestão corporativa — pilares fundamentais para a estabilidade econômica e para a proteção dos investidores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRÃO, Nelson, 1923-1996. *Sociedades limitadas*. 9. ed. rev., ampl. e atual. Conforme o Código Civil de 2002 por Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2005.
- ADAM, T. R.; FERNANDO, C. S.; SALAS, J. M. *Why do firms engage in selective hedging? Evidence from the gold mining industry*. *Journal of Banking & Finance*, v. 77, p. 269-282, 2017. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426615001338>. Acesso em 22/10/2024.
- ALTUNTAS, M.; LIEBENBERG, A. P.; WATSON, E. D.; YILDIZ, S. *Hedging, cash flows, and firm value: evidence of an indirect effect*. *Journal of Insurance*, v. 40, n. 1, p. 1-22, 2017. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/44160924>. Acesso em 22/10/2024.
- AMERICANAS. Quem somos [site]. Disponível em: <https://ri.americanas.io/a-companhia/quem-somos/>. Acesso em: 13 out. 2025.
- AMERICANAS S.A. Divulgação de Resultados – 1T20. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <https://ri.americanas.io/>. Acesso em: 15 out. 2025.
- AMERICANAS S.A. Americanas — resultados 2022 (16 nov. 2023). Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2023/11/Americanas-resultados-2022-16-nov-2023.pdf>. Acesso em: 15 out. 2025.
- ANBIMA. Captação das empresas no mercado de capitais bate recorde de janeiro a setembro. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/captacao-das-empresas-no-mercado-de-capitais-bate-recorde-de-janeiro-a-setembro.htm#:~:text=As%20emiss%C3%B5es%20de%20de%20b%C3%AAntures%20somaram,em%20todo%20o%20ano%20passado. Acesso em: [23/10/2024].
- ANBIMA. Fundos de investimento registram resgate líquido de R\$ 53,9 bilhões em setembro. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/fundos-de-investimento-registram-resgate-liquido-de-r-53-9-bilhoes-em-setembro-8A2AB28B9277B7A7019277C482E5078D-00.htm. Acesso em: [23/10/2024].
- ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.
- ATIYAH, P. S. *An Introduction to the Law of Contract*. 4. ed. Oxford: Clarendon Press, 1986.

BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*. Organização: Simone Azevedo. Rio de Janeiro, 2018.

BELLANGERO, Carla. Depoimento na Comissão Parlamentar de Inquérito sobre a situação da Americanas S.A., realizada no 01 de Agosto de 2023. Brasília: Senado Federal/Câmara dos Deputados, [2023]. Disponível em: [https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2334799&filenome=REL-A%201/2023%20CPIAMERI]. Acesso em: [13/10/2025].

BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDÁ, Juliano. Crimes contra o sistema financeiro e nacional contra o mercado de capitais. 1. ed. [S.l.]: [s.n.], 2010.

BRAUDEL, Fernand. Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII. Vol. 2: Os jogos das trocas. Tradução de Telma Costa. São Paulo: Martins Fontes, 2009.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Boletim econômico. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_103.pdf. pg.5-6. Acesso em: 24 out. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Informe de 2020. Disponível em: http://antigo.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/servidores/informe/2020.html. Acesso em: 24 out. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Novos diretores da CVM: Daniel Maeda e Marina Copola realizam apresentação ao mercado. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2024/novos-diretores-da-cvm-daniel-maeda-e-marina-copola-realizam-apresentacao-ao-mercado>. Acesso em: 24 out. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022. Dispõe sobre a observância das normas do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 26 out. 2024.

BRASIL. Portal da Transparência. Disponível em: <https://portaldatransparencia.gov.br/orgaos/25203?ano=2024>. Acesso em: 24 out. 2024.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Diário Oficial da União: Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 29 out. 2024.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 26 out. 2024.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Dispõe sobre o mercado de capitais. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm. Acesso em: 24 out. 2024.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 26 out. 2024.

BRILL, Daniel H. *Security Regulation: Economic Purposes. Proceedings of the American Society of International Law at Its Annual Meeting (1921-1969)*, v. 62, p. 124-130, 1968.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito societário. 9a. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. 10. ed. rev., aum. e atual.. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Perfil de investidores pessoas físicas. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/#:~:text=Perfil%20pessoas%20f%C3%ADsicas&text=O%20total%20de%20investidores%20na,j%C3%A1%20cresceu%20mais%20de%2080%25. Acesso em: 03 out. 2024.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. Leis de 1882. Disponível em: [https://www.camara.leg.br/Internet/InfDoc/Conteudo/Colecoes/Legislacao/leis1882_v1%20\(1076p\)/pdf16.pdf#page=3](https://www.camara.leg.br/Internet/InfDoc/Conteudo/Colecoes/Legislacao/leis1882_v1%20(1076p)/pdf16.pdf#page=3). Acesso em: [25/10/2024].

CAMPOS, Alvaro. Bolsa tem o menor número de empresas listadas desde junho de 2021. Valor Econômico, 14 fev. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/02/14/bolsa-tem-o-menor-numero-de-empresas-listadas-desde-junho-de-2021.ghtml>. Acesso em: 03 out. 2024.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Direito das companhias. São Paulo: Saraiva, [2017]. p. 1219-1220.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997. Vol. 2. São Paulo, Saraiva, 1998.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros; KUYVEN, Fernando. Sociedades anônimas. In: Tratado de Direito Empresarial, v. III, 2. ed. rev. e atual. (Coord.) Modesto Carvalhosa. São Paulo: Thomson Reuters, 2018.

CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 179-180

CAVALIERI FILHO, Sergio. Programa de Responsabilidade Civil. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

COELHO, Fábio Ulhôa. Curso de Direito Comercial, v. 2, 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM conclui julgamento de processos envolvendo empresas do grupo JBS e seus executivos. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-conclui-julgamento-de-processos-envolvendo-empresas-do-grupo-jbs-e-seus-executivos>. Acesso em: 30 out. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência pública SDM Nº 10/16 Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm1016edit_al.pdf. Acesso em: [26/10/2024].

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010686_2017_22.pdf. Acesso em: [29/10/2024].

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005390/2017-90. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2023/20231031_PAS_19957005390201790.html. Acesso em: [29/10/2024].

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.009010/2021-72. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2023/SEI_19957009010_2021_72.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios. 1979, p. 3. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1/arquivos/regulacaodomercadodevaloresmobiliarios.pdf>. Acesso em: 24 out. 2024.

CORDEIRO, António Menezes. Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades (artigo 64.1 do CSC). In: A Reforma do Código das Sociedades Comerciais: jornada em homenagem ao professor Raúl Ventura. Coimbra: Almedina, 2007.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

DIAS, Luciana Pires. Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FERNANDES, Leonardo; SUDRÉ, Lu; PINA, Rute. Histórico de violações da Vale vai muito além de Mariana e Brumadinho. Brasil de Fato. Disponível em: [GALGANO, Francesco. Lex mercatoria. 5. ed., Bologna: Il Mulino, 2010.](https://www.brasildefato.com.br/2019/01/29/historico-de-violacoes-da-vale-vai-muito-alem-de-mariana-e-brumadinho/#:~:text=Ap%C3%B3s%20o%20crime%20ambiental%20em,bi lh%C3%B5es%20em%20valor%20de%20mercado. Acesso em: 03 out. 2024.</p></div><div data-bbox=)

GALVÃO, B. (2024). Americanas (AMER3): BB Investimentos recomenda compra de ações. Suno Notícias. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/americanas-amer3-bbinvestimentos-compra/>. Acesso em: 30 out. 2024.

FISCHER, Rodolfo. Las sociedades anónimas. Su regimen jurídico. Tradución de W. Roces. Madrid: Editorial Reús S.A., 1934.

FOLHA DE S.PAULO. Americanas foca em criação de valor e planeja abrir 400 lojas até 2013. Folha Dinheiro, São Paulo, 6 jan. 2010. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u648839.shtml>. Acesso em: 15 out. 2025.

GANDINI, João Agnaldo Donizeti; SALOMÃO, Diana Paola da Silva. A responsabilidade civil do Estado por conduta omissiva. Revista CEJ. Brasília, n. 23, out. – dez. 2003. p. 45.

GAZETA DO POVO. JBS perde metade do valor na bolsa por causa de escândalos de corrupção. 22/05/2017. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/politica/republica/jbs-perde-metade-do-valor-na-bolsa-p-or-causa-de-escandalos-de-corrupcao-92vcwz62h1a9ixqxhjeqggqst/>. Acesso em: 03 out. 2024.

GIL, Pedro. Em delação, ex-diretor detalha cadeia de comando da fraude na Americanas. Radar Econômico, 2024. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/coluna/radar-economico/em-delacao-ex-diretor-detalha-cadeia-de-comando-da-fraude-na-americanas/>

. Acesso em: 14 out. 2025.

GOMES, Fátima Rocha. A Bolsa de Valores brasileira como fonte de informações financeiras. *Perspect. cienc. inf.*, Belo Horizonte, v. 2, n. 2, jul./dez. 1997.

GONÇALVES, Bárbara Spohr; FARAH, Felipe de Paula Chakur. Indenização do acionista minoritário por prejuízos diretos: Há algo de novo no front? *Migalhas*, São Paulo, 14 mar. 2025. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/426188/indenizacao-do-acionista-minoritario-por-prejuizos-diretos>. Acesso em: 13 out. 2025.

GOVERNO FEDERAL. História do mercado de capitais. Portal do Investidor, 25 out. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/historia-do-mercado-de-capitais>. Acesso em: 13 out. 2025.

G1. (2023, janeiro 19). Americanas: veja a cronologia do caso, das ‘inconsistências contábeis’ à recuperação judicial. Recuperado de <https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/19/americanas-vejaa-cronologia-do-caso-das-inconsistencias-contabeis-a-recuperacaojudicial.ghtm> Acesso: 28 out. 2024.

G1. B2W fará aumento de capital de R\$ 1 bilhão. *G1 Economia*, 2011. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2011/03/b2w-fara-aumento-de-capital-de-r1-bilhao.html>. Acesso em: 14 out. 2025.

INFOMONEY. O dia seguinte: o que esperar do 1º Vale Day após a tragédia de Mariana. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/o-dia-seguinte-o-que-esperar-do-1o-vale-day-apos-a-tragedia-de-mariana/>. Acesso em: 03 out. 2024.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Conhecimento. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento>. Acesso em: [26/10/2024].

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Gestão integrada de riscos: Estudo de casos: Banco Real e Brasil Telecom. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21826>. Acesso em: 28 out. 2024.

HULL, J. C. *Options, futures, and other derivatives*. Pearson, New York, 2018.

KUMAR, P.; RABINOVITCH, R. CEO entrenchment and corporate hedging: evidence from the oil and gas Industry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 48, n. 3, p. 887-917, 2013. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/43303825>. Acesso em 22/10/2024.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (org.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 53. MARTINS, Fran. Curso de direito comercial. 31ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, P. 282.

LOJAS AMERICANAS S.A. ITR – Informações Trimestrais (1T20). [S.l.]: [s.n.], 31 mar. 2020. Disponível em: https://nambbu.net/trusteedtvm/wp-content/uploads/2020/07/1TR20-Lojas-Americanas-_31.03.2020.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

MEIRA, Victor. Conhece a história da Americanas (AMER3)? Veja quem são os donos e como surgiu a empresa. Eu Quero Investir, [S. l.], 16 jan. 2023. Atualizado em: 16 ago. 2023. Disponível em: <https://euqueroinvestir.com/mercados/conhece-americanas-amer3>. Acesso em: 13 out. 2025.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. Tratado de direito comercial brasileiro. Campinas: Bookseller, 2000-1, p. 75-76.

MOREIRA, Henrique Balduino Machado. Extrato de sessão de julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/4077 (19957.003304/2019-76). Diretor Relator. Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2018. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20144077__COMPLETO.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

MOREIRA, Henrique Balduino Machado. Processo Administrativo Sancionador nº 06/2016 – SEI nº 19957.002031/2016-08. Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957011654_2019_14.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

NERY, Rosa Maria de Andrade. Instituições de Direito Civil – Vol. IV: Direitos Patrimoniais e Reais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

OLIVEIRA, G.; PACHECO, M. Mercado Financeiro: Objetivo e Profissional. 3. ed. Curitiba: Fundamento, 2017.

OLIVEIRA, Karina Cardozo de. Legitimidade para a propositura de ação de responsabilidade civil de administradores de companhias abertas. Revista de Direito

Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 18, n. 67, p. 133–160, jan./mar. 2015.

PAMPLONA, Nicolau. Petrobras vai pagar R\$ 3,4 bi para encerrar investigações sobre corrupção nos EUA. Folha de S.Paulo, 27 set. 2018. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/09/petrobras-vai-pagar-r-34-bi-para-encerrar-investigacoes-sobre-corrupcao-nos-eua.shtml>. Acesso em: 13 out. 2025.

PESENTE, Ronaldo. Mercados Financeiros. [s.l.]: Coordenação de Tecnologias Educacionais - CTE, 2019. Disponível em: <https://educapes.capes.gov.br/bitstream/capes/553591/2/eBook%20FCCC48-Mercados%20Financeiros.pdf>. Acesso em: 23/10/2024.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

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

PEREIRA, Leonardo Coelho. Depoimento na Comissão Parlamentar de Inquérito sobre a situação da Americanas S.A., realizada no 20 de Junho de 2023. Brasília: Senado Federal/Câmara dos Deputados, [2023]. Disponível em: [\[https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2334799&filename=REL-A%201/2023%20CPIAMERI\]](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2334799&filename=REL-A%201/2023%20CPIAMERI). Acesso em: [13/10/2025].

PONTES DE MIRANDA, F.C. Tratado de Direito Privado – Parte Geral, t. I - Introdução. Pessoas Físicas e Jurídicas, 4. ed. São Paulo, RT, 1974.

PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (Org.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

Relações com Investidores: Quem somos. Americanas S.A, [S.N.]. Disponível em: <https://ri.americanas.io/a-companhia/quem-somos/>. Acesso em: [24/10/2024].

REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial. 1o .vol. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p 7

RUDGE, L. F.; CAVALCANTE, F. Mercado de capitais. 3. ed. rev. e aum. Belo Horizonte: CNBV, 1996. Cap. 9: As bolsas de valores: estrutura e funcionamento.

RUIZ, Manoel. Origem da bolsa de valores no mundo. 2003. Disponível em: <http://www.sociedadedigital.com.br/artigo.php?artigo=52>. Acesso em: 22/10/2024.

SAIGG, Mahomed. *Fraude na Americanas: PF indicia e MPF denuncia 13 ex-executivos*. G1 Rio, 31 mar. 2025. Disponível em:

<https://g1.globo.com/rj/rio-de-janeiro/noticia/2025/03/31/fraude-na-americanas-pf-indicia-e-mpf-denuncia-13-ex-executivos.ghtml>. Acesso em: 14 out. 2025.

SAITO, R.; SCHIOZER, R. F. Uso de derivativos em empresas não financeiras listadas em bolsa no Brasil. *Revista de Administração*, v. 42, n. 1, p. 97-107, 2007. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44428>. Acesso em: [24/10/2024].

SARCEDO, Leandro. *Compliance e responsabilidade penal da pessoa jurídica*. São Paulo: LiberArs, 2016.

SENE, Bruna. Americanas (AMER3): o que está acontecendo agora? *Riconnect*, 27 ago. 2024. Disponível em: <https://riconnect.rico.com.vc/analises/americanas-amer3-o-que-esta-acontecendo-agora/>. Acesso em: [13/10/2025].

SEGALA, Mariana. Quatro crises que abalaram a Petrobras e o que aconteceu com as ações em cada uma. *InfoMoney*. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/quatro-crisis-que-abalaram-a-petrobras-e-o-que-aconteceu-com-as-acoes-em-cada-uma/>. Acesso em: 13 out. 2025.

SILVA, Rodrigo Tellechea. *Sociedades anônimas fechadas: direitos individuais dos acionistas e cláusula compromissória estatutária superveniente*. São Paulo: USP/Faculdade de Direito, 2015.

SIMÃO FILHO, Adalberto. *Nova empresariedade - uma visão reflexa da ética na atividade empresarial no contexto da gestão e da sociedade da informação: 2002, o 103 - tese (doutorado em direito das relações sociais)* Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

SIMONSEN, Mário Henrique. *Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76*. Ministério da Fazenda, data não informada. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp. Acesso em: 15 out. 2025.

TARTUCE, Flávio. *Manual de direito civil: volume único*. 5. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2015.

TESOURO NACIONAL. *Relatório Anual da Dívida - RAD 2023*. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2023/114>. Acesso em: [23/10/2024].

TOSCANO JUNIOR, Luis Carlos. *Guia de referências para o mercado financeiro*. São Paulo: Edições Inteligentes, 2004.

TRADEMAP. Americanas (AMER3) despenca 77% e vai de maior alta à principal queda de 2023; entenda o caso. TradeMap, 2023. Disponível em: <https://trademap.com.br/agencia/mercados/americanas-amer3-despenca-77-e-vai-de-maior-alta-a-principal-queda-de-2023-entenda-o-caso>. Acesso em: 30 out. 2024.

TREVIZAN, Karina. MPF de SP oferece nova denúncia contra OGX, que foi de Eike. G1, 2014. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2014/11/mpf-de-sp-oferece-nova-denuncia-contr-ogx-que-foi-de-eike.html>. Acesso em: 03 out. 2024.

VALPORTO, Aurélio. Depoimento à Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) das Americanas. Requerimento n. 26/23. Presidente da Associação Brasileira de Investidores – ABRADIN. [Brasília], [06/06/2023]. Disponível em: [https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2334799&filenome=REL-A%201/2023%20CPIAMERI]. Acesso em: [13/10/2025].

VENOSA, Sílvio de Salvo. Responsabilidade Civil Contemporânea: em homenagem a Sílvio de Salmo Venosa. In: JUNIOR, Otavio Luiz Rodrigues; MAMEDE, Gladston; ROCHA, Maria Vital da (Coord.). São Paulo: Atlas, 2011.

VIVANTE, Cesare. trad. GAMA, Ricardo Rodrigues. Instituições de Direito Comercial. 3ªed. Campinas: LZN Editora, 2003.

WALD, Arnold. Trinta anos da lei do mercado de valores mobiliários no Brasil. in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais n. 34 out-dez/2006. WALD, Arnoldi (Coord.) São Paulo: Revista dos tribunais, 2006.

YAZBEK, Otávio. Mercado de Capitais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Tratado de Direito Comercial: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015.