



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

Arbitragem Coletiva de Acionistas Contra a Companhia Aberta, à Luz do Ordenamento Jurídico Brasileiro

por

Hugo Marques de Hollanda Vilhena

Orientador: Francisco Antunes Maciel Müssnich

2021.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900
RIO DE JANEIRO – BRASIL

**Arbitragem Coletiva de Acionistas
Contra a Companhia Aberta, à Luz
do Ordenamento Jurídico
Brasileiro**

por

HUGO MARQUES DE HOLLANDA VILHENA

Monografia apresentada ao
Departamento de Direito da
Pontifícia Universidade Católica
do Rio de Janeiro (PUC-Rio)
como requisito parcial para a
obtenção do título de Bacharel
em Direito.

Orientador: Francisco Antunes
Maciel Müssnich

2021.2

“9. Que proveito tira o trabalhador de sua obra?

10. Vi o trabalho que Deus impôs aos homens, para que nele se ocupassem.

11. As coisas que Deus fez são boas a seu tempo. Ele pôs, além disso, no seu coração, a duração inteira, sem que ninguém possa compreender a obra divina de um extremo ao outro.

12. Assim, concluí que nada é melhor para o homem do que alegrar-se e procurar o bem-estar durante sua vida.

13. Igualmente é dom de Deus que todos possam comer, beber e gozar do fruto de seu trabalho.

14. Reconheci que tudo o que Deus faz dura para sempre, sem que se possa ajuntar nada, nem nada suprimir. Deus procede dessa maneira para ser temido.”

Eclesiastes 3:9-14.

“The businessmen believe that they are defending free enterprise when they declaim that business is not concerned “merely” with profit but also with promoting desirable “social” ends; that business has a “social conscience” and takes seriously its responsibilities for providing employment, eliminating discrimination, avoiding pollution and whatever else may be the catchwords of the contemporary crop of reformers. In fact they are – or would be if they or any one else took them seriously — preaching pure and unadulterated socialism. Businessmen who talk this way are unwitting puppets of the intellectual forces that have been undermining the basis of a free society these past decades.

The discussions of the “social responsibilities of business” are notable for their analytical looseness and lack of rigor. What does it mean to say that “business” has responsibilities? Only people can have responsibilities. A corporation is an artificial person and in this sense may have artificial responsibilities, but “business” as a whole cannot be said to have responsibilities, even in this vague sense.”

Milton Friedman em “A Friedman Doctrine – The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits”.

Agradecimentos

A Deus, por todas as coisas que proporcionou na minha vida até aqui, e a São Bento, pela constante intercessão e por ter me ensinado o lema de seu Mosteiro, que carrego comigo: “ora et labora”.

Ao meu pai e minha mãe, Francisco e Marta, pela luta incansável para construir tudo que temos, a qual não consigo traduzir em palavras que caibam neste espaço.

Às famílias Marques, Hollanda e Vilhena, por todo o apoio ao longo da vida, em especial à minha avó, Judith, por ser meu maior exemplo de vida.

Aos amigos de Mambucaba, pelos bons momentos de infância que ajudaram a moldar meu caráter, e aos amigos do Rio de Janeiro, pelo companheirismo de sempre.

Ao Colégio de São Bento do Rio de Janeiro, por ser muito mais do que um colégio, e ter fornecido elementos essenciais para a construção do ser humano que sou hoje.

Ao Botafogo de Futebol e Regatas, por ter me escolhido.

Ao Ricardo Coutinho, por ter me dado a primeira oportunidade profissional, após algumas horas de conversa no Real Chopp, e por ser um verdadeiro professor da vida.

A todos que compunham a SEP/GEA-3 da Comissão de Valores Mobiliários durante o ano de 2018, na figura do Raphael Souza, com os quais aprendi as bases do Direito Societário e Mercado de Capitais.

À equipe de Societário/M&A do Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados, por todo o aprendizado, trabalho, e momentos compartilhados ao longo desses anos, os quais, certamente, me tornaram uma pessoa melhor, nos mais diversos aspectos.

Ao professor e orientador Chico Müssnich, pela orientação no presente trabalho, por todos os ensinamentos de Direito Societário e por ter me inspirado profissionalmente desde o início.

Resumo

VILHENA, Hugo Marques de Hollanda. *Arbitragem Coletiva de Acionistas Contra a Companhia Aberta, à Luz do Ordenamento Jurídico Brasileiro*. Rio de Janeiro: 2021, 102 p. Monografia de final de curso. Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC-Rio.

O objetivo deste trabalho é examinar diversas circunstâncias relacionadas às arbitragens coletivas de acionistas contra a companhia aberta no Brasil, quais sejam: (i) o regime específico de responsabilidade civil aplicável às sociedades por ações, em especial no que diz respeito à legitimidade ativa, legitimidade passiva e conceito de dano; (ii) as inconsistências identificadas nas arbitragens desta natureza em curso; (iii) as principais diferenças para o modelo adotado nos Estados Unidos da América; e (iv) sugestões de medidas que podem ser adotadas para solucionar o problema das arbitragens coletivas.

Busca-se, com as análises feitas a seguir, evidenciar algumas inconsistências identificadas em arbitragens coletivas atualmente em curso, bem como evitar o ajuizamento de novas que possuam as mesmas características. Com isso, espera-se reforçar a segurança jurídica do mercado de capitais, reestabelecendo a prevalência das regras instituídas pela legislação pátria para as sociedades por ações – com destaque para a Lei n° 6.404/76, que estabelece o regime de responsabilidade societário.

Palavras-Chave: Direito Societário – Lei das Sociedades por Ações – Companhias Abertas – Mercado de Capitais – Responsabilidade Civil – Administradores – Arbitragens Coletivas – *Securities Class Actions* – Legitimidade Ativa – Legitimidade Passiva – Câmara de Arbitragem do Mercado – Associações Cíveis – Ação Civil Pública.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1. Responsabilidade Civil na Lei nº 6.404/76	9
1.1. Regime de Responsabilidade Específico.....	9
1.2. Legitimidade Passiva: Ação de Responsabilidade em Face do Administrador	11
1.3. Legitimidade Passiva: Ação de Responsabilidade em Face do Acionista Controlador.....	14
1.4. Legitimidade Passiva: Ação em Face da Companhia	16
1.5. Legitimidade Ativa Para Propositura das Ações de Responsabilidade: Regra Geral	17
1.6. Legitimidade Ativa Extraordinária dos Acionistas	19
1.7. Hipótese de Legitimidade Ativa do Acionista	21
1.8. Danos Diretos x Danos Indiretos ou Reflexos.....	24
1.9. Ação Civil Pública da Lei nº 7.913/89	28
2. Arbitragens Coletivas Societárias no Brasil	32
2.1. Cláusula Compromissória.....	32
2.2. Ilegitimidade Passiva da Companhia	32
2.3. Ilegitimidade Ativa dos Acionistas.....	37
2.4. Ilegitimidade Ativa das Associações	40
2.5. Dificuldade de Verificação da Legitimidade de Acionistas e Associações... 45	
2.6. Inexistência de Dano Direto e Dificuldade de Quantificação.....	49
2.7. Irracionalidade Econômica na Condenação da Companhia por Ilícitos Cometidos pelos Administradores.....	55
2.8. Prejuízos Colaterais Decorrentes das Arbitragens Coletivas Contra a Companhia Aberta	61
3. A Divergência Doutrinária	65
4. Securities Class Actions e Derivative Actions Nos Estados Unidos da América	73
4.1. Conceito de Securities Class Actions	73
4.2. Requisitos de Admissibilidade das Securities Class Actions.....	74
4.3. Caracterização e Quantificação do Dano nas Securities Class Actions ..	77
4.4. Derivative Actions.....	82
5. Sugestões Para Resolução das Controvérsias	85
5.1. Mudança na Legislação.....	85
5.2. O Papel da Comissão de Valores Mobiliários	86
5.3. A Posição das Câmaras de Arbitragem e dos Árbitros	87
6. Conclusão	90
Referências Bibliográficas	94

INTRODUÇÃO

A apuração da responsabilidade civil por atos ilícitos envolvendo companhias abertas é de extrema importância para o desenvolvimento do mercado de capitais. Não é por outro motivo que o tema ganhou grande destaque no Brasil ao longo dos últimos anos, que foram marcados por um aumento exponencial nas ofertas públicas de valores mobiliários e o ingresso de novos investidores na bolsa brasileira.

Outra circunstância que aumentou o debate em torno do tema foram os eventos “extraordinários” recentes que ensejaram a instauração de arbitragens coletivas envolvendo as companhias abertas. Os casos mais emblemáticos são: (i) Petrobras, em decorrência da Operação Lava Jato e o escândalo de corrupção envolvendo a companhia; (ii) Vale, em decorrência do acidente em Brumadinho e a divulgação de informações, pela companhia, sobre a segurança das suas barragens; e (iii) IRB – Brasil Resseguros, em decorrência da divulgação de supostas informações falsas sobre investimento na companhia por *player* relevante e a descoberta de suposta fraude contábil nas demonstrações financeiras.

Também merece destaque o fato de que, nos casos de Petrobras e Vale mencionados acima, as companhias possuíam valores mobiliários negociados nos Estados Unidos da América. Com isso, antes mesmo da arbitragem coletiva instaurada no Brasil, tais companhias foram alvo de *securities class actions* movidas por investidores norte-americanos. Esse fato motivou, ainda mais, os acionistas brasileiros a buscarem uma indenização, tendo em vista o aparente sucesso que as ações coletivas costumam obter naquele país.

Um efeito colateral do exemplo norte-americano, no entanto, foi a tentativa de aplicar, por analogia, as regras das *securities class actions* à ação de responsabilidade civil prevista na legislação brasileira. Soma-se a isso o

fato de existir, dentro do ordenamento jurídico brasileiro, a possibilidade de ajuizamento de uma ação civil pública do mercado de capitais, que, apesar de guardar algumas semelhanças com as *securities class actions* norte-americanas, também não é suficiente para replicar o modelo utilizado lá.

Nesse contexto, as arbitragens coletivas contra companhia aberta no Brasil podem ser entendidas como uma espécie de combinação entre conceitos e regras do regime de responsabilidade societário, da ação civil pública do mercado de capitais e das *securities class actions* norte-americanas. No entanto, como é de se imaginar, tal combinação resulta em uma demanda que, em diversos aspectos, carece de amparo legal.

Os maiores problemas identificados em tais procedimentos arbitrais residem na questão da legitimidade, tanto ativa, quanto passiva. Em relação à primeira, nota-se que acionistas e associações assumem o posto de autores das arbitragens, quando, na realidade, o dano reclamado foi sofrido pela companhia. Em relação à segunda, a companhia figura como ré, sendo que, na maior parte das vezes, os atos ilícitos em discussão foram cometidos por administradores. Por fim, os acionistas e associações buscam indenização por prejuízos decorrentes da queda na cotação de suas ações, fato este que, além de não representar um dano merecedor de reparação, sequer guarda nexo causal com o ato ilícito objeto das arbitragens.

Desse modo, com um número cada vez maior de companhias abertas, é necessário que todos os agentes envolvidos – Comissão de Valores Mobiliários, B3, câmaras de arbitragem e o poder legislativo – estejam atentos às diversas circunstâncias em jogo. Algumas medidas que competem a tais agentes poderiam ajudar a construir um terreno mais harmonioso para a condução das próximas arbitragens envolvendo companhias abertas.

1. Responsabilidade Civil na Lei nº 6.404/76

1.1. Regime de Responsabilidade Específico

Sem prejuízo do regime geral de responsabilidade civil existente no ordenamento jurídico brasileiro, é fato que a Lei nº 6.404/76 criou um regime de responsabilidade específico aplicável às sociedades por ações. Tal regime é condizente com as especificidades das relações que envolvem esse tipo societário, as quais se tornam ainda mais importantes se tratando de companhias abertas.

Nesse sentido, o art. 158 da Lei nº 6.404/76 dispõe sobre a responsabilidade civil dos administradores e como esta deve ser apurada. Sobre o tema, importante mencionar, inicialmente, que o referido dispositivo institui uma valiosa diferenciação entre as condutas nas quais o administrador age como “instrumento” da companhia e as condutas nas quais se deve considerar que o administrador agiu em nome próprio. Assim, entende-se que o administrador: (i) não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; e (ii) responde civilmente pelos prejuízos que causar quando proceder (a) com culpa ou dolo, mesmo que dentro de suas atribuições e poderes, ou (b) com violação da lei ou do estatuto.

A hipótese prevista no item (i) acima institui a regra geral de que o administrador não representa uma pessoa dissociada da companhia, quando atua em nome dela ou para fins de sua gestão. Em tais casos, o administrador representa apenas a “corporificação” da pessoa jurídica, necessária para a prática de atos no mundo real. No entanto, ao final do dia, tais atos são efetivamente imputados à sociedade¹.

¹ Sobre o tema, Nelson Eizirik entende que o administrador “não é terceiro em relação à sociedade, mas é a própria sociedade, manifestando sua vontade e exercendo sua capacidade de agir” (EIZIRIK, Nelson. Comentários à Lei das S.A. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 171).

Por outro lado, nas hipóteses previstas no item (ii) do penúltimo parágrafo, entende-se que as circunstâncias ali descritas são suficientemente graves para afastar a regra geral, fazendo com que a conduta seja considerada como praticada pelo administrador. Nesses casos, prevalece a ideia de que a companhia não foi autora dos atos, que partiram da vontade do administrador como pessoa separada e independente, de modo que tais atos tenham sido praticados por uma espécie de “vontade particular” daquele. Portanto, o administrador em questão responderá pessoalmente por eventuais prejuízos.

Fran Martins resume bem a dinâmica descrita acima²:

“Entretanto, a lei esclarece (o que talvez fosse dispensável) que o administrador responde, civilmente, pelos prejuízos que causar quando, mesmo praticando atos dentro das atribuições ou poderes que a lei ou o estatuto lhe outorgarem, proceder com culpa ou dolo ou com violação da lei ou do estatuto. A culpa e o dolo desvirtuam o ato praticado, dando ao mesmo uma finalidade diversa daquela que o interesse social exigia; o ato, que devia satisfazer a todos, passa a representar vantagem para quem o praticou ou para terceiros, havendo, em consequência, prejuízo para a sociedade. Por outro lado, violando a lei ou o estatuto, o administrador estará agindo além dos poderes e atribuições que a lei lhe confere, donde os atos que em tal caso praticar serem de sua responsabilidade pessoal, não da sociedade”³

Para dar concretude a tais regras, o art. 159 da Lei n° 6.404/76 dispõe sobre a ação de responsabilidade civil contra o administrador, nos casos em que este responde pessoalmente pelos prejuízos causados. A referida ação, bem como todas as suas nuances, será explorada ao longo dos próximos parágrafos.

Por fim, é mister reconhecer que esse regime específico de responsabilidade criado pela Lei n° 6.404/76 se sobrepõe às regras gerais de responsabilidade civil, previstas na Lei n° 10.406/02 (Código Civil), por se tratar de lei especial aplicável às sociedades por ações. Trata-se, como já adiantado, de um regime criado especialmente para a realidade das

² Apesar da leitura correta do dispositivo, o trecho merece uma correção: o autor assume a hipótese de que o administrador pode “praticando atos dentro das atribuições ou poderes que a lei ou o estatuto lhe outorgarem, proceder com (...) violação da lei ou do estatuto”. Notadamente, trata-se de um erro, pois o administrador não pode praticar atos que sejam abarcados pelas atribuições e poderes legais ou estatutários e, ao mesmo tempo, contrários a estes.

³ MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n° 6.404/76, volume 2, tomo I: artigos 106 a 165. Rio de Janeiro: Forense, 1978, pp. 404-405.

sociedades por ações e todas as questões que envolvem esse tipo societário. Por esse motivo, é necessário analisar com cautela qualquer tentativa de “flexibilização” de tais regras, ou, ainda, de aplicação das regras gerais com base em supostas falhas arguidas em relação a esse regime. Sobre isso, cumpre reproduzir os ditames de José Luiz Bulhões Pedreira⁴:

“O regime especial da responsabilidade dos administradores de companhia da lei de sociedades por ações prevalece sobre o regime geral do artigo 159 do Código Civil. Por conseguinte, a companhia e o acionista somente podem exercer, contra os administradores, as ações social e individual reguladas no artigo 159 da Lei nº 6.404/76, e, uma vez prescritas essas ações, não podem mover contra o administrador outra ação, com fundamento no artigo 159 do Código Civil.”⁵

1.2. Legitimidade Passiva: Ação de Responsabilidade em Face do Administrador

Uma vez caracterizada uma conduta praticada por administrador que se enquadre nas hipóteses previstas no art. 158 da Lei nº 6.404/76 (i.e., dentro de suas atribuições, com culpa ou dolo, ou em violação à lei ou ao estatuto social) e que tenha causado prejuízo, uma ação de responsabilidade civil será cabível. Para tanto, a Lei nº 6.404/76 criou um tipo específico de ação de responsabilidade, em linha com o regime de responsabilidade especial das sociedades por ações, cujas regras se encontram previstas no art. 159 do referido diploma legal. Por sua importância para análise do assunto, cumpre reproduzir o seu caput na íntegra:

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

A redação do dispositivo é bastante feliz ao dispor que a ação de responsabilidade civil é movida “contra o administrador”. Como se depreende do art. 158 já analisado, o legislador se preocupou em criar um

⁴ Cumpre ressaltar que o trecho em questão foi escrito sob a vigência do Código Civil de 1916, de modo que o “art. 159 do Código Civil” deve ser entendido como o atual art. 927 do Código Civil de 2002.

⁵ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Responsabilidade Civil do Diretor de S.A. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 414.

regime de responsabilidade no qual determinados atos cometidos pelo administrador, nas hipóteses já mencionadas, não são imputados à companhia, mas a ele próprio. Não por outro motivo, a ação de responsabilidade civil, em tais casos, deve ser movida em face do administrador, e não da companhia – tratando-se, portanto, de consequência lógica.

Interessante notar, em relação a este ponto, que o regime de responsabilidade societário não representa nenhuma grande inovação ou distanciamento do regime geral de responsabilidade civil. Pelo contrário, a Lei n° 6.404/76, em linha com o Código Civil, apenas reforça a máxima de que as pessoas são responsáveis pelos seus atos – o que, mais do que uma regra jurídica, é uma regra moral amplamente aceita. A contrário sensu, pode-se dizer que o regime de responsabilidade societário está em linha com a máxima do próprio conceito de justiça, segundo o qual ninguém deverá ser responsabilizado por algo que não tenha feito.

Se, por algum motivo, a lei societária determinasse a responsabilidade da companhia pelos atos cometidos pessoalmente por seus administradores (nos termos do art. 158 da Lei n° 6.404/76), haveria, nesse caso, uma contradição diametral com todos os conceitos basilares da responsabilidade civil. Essa opção, decerto, criaria uma enorme insegurança jurídica – como, de fato, ocorre nas tentativas de emplacar tal entendimento nas arbitragens coletivas contra companhias abertas.

Retornando ao regime criado pela Lei n° 6.404/76, tem-se, portanto, a legitimidade passiva do administrador em relação à ação de responsabilidade civil prevista em seu art. 159. Trata-se da ação social que convencionou-se chamar de *ut universi*.

Importante reforçar, portanto, que, em nenhum momento, a Lei n° 6.404/76 prevê hipótese ou exceção na qual a companhia inserida na controvérsia figure no polo passivo da ação de responsabilidade. Nesse sentido, a doutrina clássica, endossada por Lamy Filho e Bulhões Pedreira,

sustenta pela inexistência de qualquer medida indenizatória a ser movida pelos acionistas contra a companhia por danos causados ao seu próprio patrimônio, conforme bem resumido por Nelson Eizirik:

“O ordenamento jurídico brasileiro, por sua vez, não prevê qualquer medida reparatória que possa ser movida por acionistas diretamente contra a companhia a fim de obter ressarcimento por danos causados ao seu próprio patrimônio.”⁶

No mesmo sentido, o autor comenta sobre a responsabilidade dos administradores em controvérsias envolvendo a divulgação de informações ao mercado:

“Assim, não se previu na Lei das S.A. ação de responsabilidade contra a companhia por divulgar informações falsas ou enganosas ou mesmo por deixar de divulgar informações sobre fatos relevantes. Tais atribuições são dos administradores, nos termos do art. 157 da Lei das S.A., daí decorrendo a sua responsabilidade pelos danos causados por seu comportamento ilegal. Caso o acionista controlador tenha induzido o administrador a praticar ato ilegal ou a descumprir seus deveres (dentre os quais o de informar) poderá também ser responsabilizado por ter praticado abuso de poder (art. 117, S 1º, e).”⁷

Cumprido mencionar que o regime de responsabilidade societário, nesse ponto, se distancia do regime de responsabilidade civil genérico. O art. 932, III do Código Civil dispõe que o empregador é responsável pela reparação civil por seus empregados e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele. Ocorre que, como se sabe, o administrador não possui relação de emprego ou de preposto perante a sociedade por ações, motivo pelo qual, além da existência de regras específicas no regime de responsabilidade civil societário previsto na Lei nº 6.404/76, restaria impossível aplicar o dispositivo em questão às ações de responsabilidade envolvendo a conduta de administradores das sociedades por ações.

É mister, portanto, delimitar bem as diferentes situações que podem surgir. Imagine, por exemplo, determinada companhia que possui lojas nas

⁶ EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 99-100.

⁷ EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 99-100.

quais realiza atendimento ao público. Certa feita, um de seus funcionários, ao realizar a limpeza da fachada, acaba deixando transbordar um balde d'água, que atinge um transeunte e danifica seu celular. É razoável, portanto, que o transeunte ingresse com a ação em face da sociedade, e não do empregado que estava ali exercendo sua função. Essa mesma lógica, no entanto, não pode ser estendida à relação societária mantida entre a companhia, um de seus administradores e seus acionistas. O regime de responsabilidade societário, mais específico que as regras do Código Civil, foi criado justamente para isso.

1.3. Legitimidade Passiva: Ação de Responsabilidade em Face do Acionista Controlador

Além da ação de responsabilidade contra o administrador, a lei societária também previu a hipótese de ação de responsabilidade contra o acionista controlador, nos casos em ele cause danos à companhia por atos praticados em infração aos seus deveres (art. 116 da Lei nº 6.404/76) ou com abuso de poder (art. 117 da Lei nº 6.404/76). Tal hipótese encontra previsão legal no art. 246 da Lei nº 6.404/76, reproduzido a seguir:

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

§ 1º A ação para haver reparação cabe:

- a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;
- b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente.

§ 2º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.”

Em tais casos, a legitimidade passiva da ação de responsabilidade será do acionista controlador, e não de um dos administradores da companhia. No entanto, novamente, não se trata de hipótese na qual a companhia pode figurar como ré, assim como ocorre na ação de responsabilidade contra o administrador. Os fundamentos para isso são basicamente os mesmos: a

companhia, também nesse caso, não é a autora dos atos que estarão sob discussão. Além disso, a vítima, nesses casos, é, novamente, a própria companhia, que sofre os danos diretos e arca com os prejuízos causados pelo acionista controlador.

Por ser vítima, e não autora, a companhia é, na realidade, a legitimada ativa para propositura da ação de responsabilidade contra o acionista controlador, nos mesmos moldes da ação de responsabilidade contra o administrador. Nelson Eizirik aborda essa questão: “[a] ação de responsabilidade civil do controlador pelos prejuízos causados à companhia pode ser proposta, em primeiro lugar, por ela própria, lesada direta.”⁸

Importante mencionar que o art. 256, §1º da Lei nº 6.404/76 previu a possibilidade de substituição processual, conferindo legitimidade extraordinária para acionistas ingressarem com a ação de responsabilidade em face do acionista controlador. Novamente, há de se distinguir que, mesmo se operando tal substituição, o bem jurídico tutelado permanece sendo o patrimônio da companhia, que foi prejudicada pelos atos de seu acionista controlador. Novamente, Nelson Eizirik nos ensina:

“Trata-se de ação social, uma vez que objetiva a restauração do patrimônio da companhia lesada pela atuação de seu controlador. Verifica-se, nessa hipótese, a substituição processual, pois a ação judicial é proposta pelo acionista, em nome próprio, mas no interesse da sociedade.”⁹

Inclusive, é por este motivo que a reparação do dano, a ser eventualmente paga pela sociedade controladora, se destina à companhia prejudicada, e não aos acionistas, mesmo que estes tenham proposto a ação. A eles, conforme disposto no art. 246, §2º da Lei nº 6.404/76, cabe apenas um prêmio de 5% em relação ao valor da indenização. A substituição processual, nesse caso, trata-se de mero instrumento para possibilitar, na

⁸ EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 96.

⁹ EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 96.

prática, a propositura da ação, uma vez que deixá-la à cargo somente da companhia implicaria na limitação de sua efetividade, posto que dificilmente haveria mobilização, dentro dela, para propor ação contra quem a controla.

Portanto, trata-se de outra hipótese de ação de responsabilidade prevista no regime específico das sociedades por ações que não enseja a legitimidade passiva da companhia, mas sim a legitimidade ativa.

1.4. Legitimidade Passiva: Ação em Face da Companhia

Conforme já mencionado, o regime de responsabilidade societário não prevê nenhuma hipótese ou circunstância expressa na qual a ação de responsabilidade possa ser ajuizada em face da companhia. É o que se nota da leitura dos artigos 158 e 159 da Lei nº 6.404/76, que apenas versam sobre a responsabilidade pessoal do administrador.

No entanto, o art. 287 da Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre os prazos prescricionais das ações envolvendo a companhia ou os assuntos regrados pela legislação societária, menciona a possibilidade de ação do acionista contra a companhia. Nesse sentido, o inciso II, alínea “g” do referido dispositivo estabelece que prescreve em 3 (três) anos “a ação movida pelo acionista contra a companhia, qualquer que seja o seu fundamento.”

Como se pode ver, o legislador não forneceu nenhuma indicação acerca de quais seriam as circunstâncias ou hipóteses para o ajuizamento de tal ação, se restringindo à menção genérica de “qualquer que seja o seu fundamento”. A doutrina, por sua vez, também não fornece muitos exemplos de situações nas quais o acionista poderia demandar a companhia por motivos intrinsecamente e exclusivamente relacionados à sua relação de sócio. Desse modo, as hipóteses fornecidas costumam versar sobre descumprimentos de obrigações contratualmente estipuladas entre a companhia e um de seus acionistas – o que, de fato, não guarda nenhuma relação com o regime de responsabilidade societário envolvendo atos ilícitos cometidos pelos administradores.

Fazendo um exercício de imaginação, por amor ao debate, algumas situações em que tal ação pode ser cabível são: (i) vazamento de informações pessoais do acionista que se encontravam nos registros da companhia, como, por exemplo, na base de dados fornecida pelo escriturador; (ii) hipótese na qual o acionista é impedido de participar de uma assembleia, mesmo cumprindo todas as exigências estabelecidas; (iii) acionista que subscreve ações em um aumento de capital, mas não as recebe.

Todas as hipóteses descritas acima, além de extremamente peculiares e pouco prováveis de ocorrerem na prática, ainda mais envolvendo uma companhia aberta, não guardam relação com o regime de responsabilidade societário que se pretende discutir neste trabalho. Além disso, nenhuma das hipóteses se aproxima, minimamente, do objeto das arbitragens coletivas contra companhia aberta que se encontram em curso no Brasil. Portanto, não merece prosperar a utilização da previsão legal (e genérica) de ação do acionista em face da companhia como argumento para sustentar a regularidade de tais procedimentos arbitrais.

1.5. Legitimidade Ativa Para Propositura das Ações de Responsabilidade: Regra Geral

Como já mencionado, tanto na ação de responsabilidade contra o administrador (art. 159 da Lei n° 6.404/76) quanto na ação de responsabilidade contra o acionista controlador (art. 246 da Lei n° 6.404/76), a competência para ajuizar a referida ação de responsabilidade é, *a priori*, da companhia, e não de seus acionistas¹⁰. É a companhia, e não seus acionistas, que possui a legitimidade ativa dentro do regime de responsabilidade das sociedades por ações.

O racional por trás desta regra é o fato de que os prejuízos causados pela conduta irregular do administrador ou do acionista controlador, que

10 “A LSA, seguindo o modelo tradicional, estabelece que, em princípio, apenas a companhia é competente para mover ação de responsabilidade contra seus administradores”. SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. Ação Social de Responsabilidade. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 886.

serão objeto da demanda a ser instaurada, são, em regra geral, sofridos pela companhia, e não pelos seus acionistas. Os acionistas, na realidade, experimentam danos indiretos ou reflexos, uma vez que participam do patrimônio da companhia, na proporção de suas ações. Sobre isso, Nelson Eizirik afirma que:

“A Lei das S.A. regula a ação social, que é deferida à companhia com vistas à recomposição de seu patrimônio. Como os acionistas têm o direito de participar nos lucros e no acervo da sociedade em caso de liquidação, todo prejuízo causado ao patrimônio da companhia afeta indiretamente o de seus sócios.”¹¹

Assim, a finalidade da norma é recompor o patrimônio da companhia, intimamente afetado pelos atos lesivos. Nesse contexto, a propositura da ação por parte dos acionistas – em causa própria – faria com que a eventual reparação fosse concedida àquele que, na realidade, não arcou com o prejuízo direto. No mesmo sentido, Lamy e Bulhões Pedreira:

“Se o patrimônio da companhia sofre prejuízo por efeito de ato ilícito de administrador ou de terceiro, a ação para haver indenização compete à companhia, como pessoa jurídica titular do patrimônio que sofreu o dano e deve receber a reparação. Somente negando a existência da personalidade distinta da companhia seria possível atribuir a cada acionista ação para haver, do administrador ou de terceiro, a sua quota-parte ideal no prejuízo causado ao patrimônio da companhia: a reparação do patrimônio social seria substituída pela reparação dos patrimônios dos acionistas que promovessem ações de indenização.”¹²

De fato, todo evento que afeta o patrimônio de determinada companhia produzirá impactos, indiretos ou reflexos, em seus acionistas, à medida em que o patrimônio da companhia, apesar de ser próprio dela e destacado dos seus acionistas, reflete exatamente a quota-parte que cada um possui no capital social. Assim, toda e qualquer variação patrimonial da companhia vai afetar, proporcionalmente, a fração que é cabível a cada um dos acionistas. Todavia, isso não é suficiente para tornar os acionistas legitimados para pleitear direitos que são de titularidade da companhia, a qual possui personalidade jurídica própria que não se confunde com a

¹¹ EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 93.

¹² PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, pareceres. 2. ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1996, v. II, p. 408.

personalidade de seus acionistas. Os acionistas tampouco passam a ter direito de obter indenização por danos que foram sofridos pela companhia e que afetaram o patrimônio dela.

Como será melhor explorado adiante, os acionistas apenas terão direito de pleitear uma indenização em seu favor quando experimentarem danos diretos aos seu patrimônio. Nestes casos, e somente nestes casos, os acionistas possuirão a legitimidade ativa para propositura de ação de responsabilidade, dentro do regime específico das sociedades por ações, que vise reconstituir os prejuízos que lhes foram causados. No entanto, mesmo assim, a ação deverá ser movida em face daquele que possui legitimidade passiva – ou seja, o autor do dano – que, via de regra, não será a companhia, e sim um administrador ou o acionista controlador.

1.6. Legitimidade Ativa Extraordinária dos Acionistas

Conforme já explorado neste trabalho, a legitimidade ativa para propositura da ação de responsabilidade prevista na lei societária é, em regra, da companhia, seja no caso de ação em face de administrador ou em face do acionista controlador. Não obstante, a Lei n° 6.404/76 também prevê hipóteses de legitimidade ativa extraordinária, nas quais os acionistas poderão promover as referidas ações, em nome próprio, mas sempre no interesse e em benefício da companhia.

No caso da ação de responsabilidade em face de administrador, trata-se da ação social denominada *ut singuli*, em oposição à ação social movida pela companhia, que é conhecida como *ut universi*. Conforme previsto no art. 159, §3° e §4° da Lei n° 6.404/76, a legitimidade extraordinária é conferida aos acionistas de acordo com as seguintes regras: (i) qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia geral que aprovou tal propositura pela companhia; ou (ii) acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social, caso a assembleia geral rejeite a propositura da ação pela companhia.

Em ambos os casos, se trata de substituição processual, na qual os acionistas substituirão a companhia no polo ativo da ação de responsabilidade. Importante notar que, mesmo assim, o objetivo da ação continua sendo restituir o patrimônio da companhia que foi afetado pelos danos diretos sofridos por ela. Neste sentido, o art. 159, §5º da Lei nº 6.404/76 dispõe que “os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia”. Ao acionista caberá, apenas, a indenização das despesas que tiver incorrido para propositura e condução da ação, nunca superior ao resultado obtido pela companhia em decorrência do sucesso de tal empreitada.

A substituição processual não tem como objetivo, pois, inverter a lógica do regime de responsabilidade das sociedades por ações, alçando os acionistas ao posto de vítima direta do dano praticado pelo administrador, e, portanto, merecedor de indenização para recompor seu próprio patrimônio. Pelo contrário, trata-se de mecanismo criado pelo legislador justamente para proteger a companhia, criando alternativas para situações nas quais ela teria seu direito de buscar uma indenização frustrado. Ao abordar essa situação, Nelson Eizirik aponta:

“Na ação social *ut singuli*, em qualquer de suas modalidades, o fundamento é idêntico ao da ação social: a recomposição dos danos causados à companhia. Trata-se de legitimação extraordinária, sob a forma de substituição processual, uma vez que ocorre a dissociação entre o sujeito da lide (sociedade) e o sujeito do processo (acionista); o interesse perseguido é o da companhia, tanto que ela será a indenizada, atuando o acionista como parte apenas em sentido formal.”¹³

Na mesma linha se encontra Luiz Antonio Sampaio de Campos:

“Toda ação social, seja ela movida pela companhia, por acionista ou pela minoria, *ut universi* ou *ut singuli*, busca o ressarcimento para a companhia e não para o acionista. É o patrimônio social o bem jurídico tutelado pela ação social [...]”¹⁴

¹³ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p.415.

¹⁴ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. Ação Social de Responsabilidade. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 903.

Resta evidente, portanto, que as hipóteses de substituição processual objetivamente somente facilitar a propositura da ação, uma vez que, nem sempre, a companhia terá incentivos dentro de sua estrutura para tal. Isso ocorre porque, de fato, o administrador que será alvo da ação poderá: (i) ser protegido pelos demais administradores, os quais podem não diligenciar adequadamente para propor a ação tão logo a assembleia tenha aprovado; ou (ii) ter respaldo do acionista controlador, que poderá exercer seu direito de voto no sentido de não aprovar, em sede de assembleia geral, a propositura da ação.

A legitimidade ativa extraordinária de acionistas também é prevista para a ação de responsabilidade contra o acionista controlador. Nos termos do art. 246, §1º da Lei nº 6.404/76, tal ação poderá ser proposta por: (i) acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; ou (ii) qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos caso a ação venha a ser julgada improcedente.

Assim como na legitimidade ativa extraordinária para ação de responsabilidade contra o administrador, a indenização será devida à companhia, vítima dos danos causados pelo acionista controlador, e não ao acionista que propôs a ação. Os motivos são os mesmos mencionados anteriormente. Ao acionista que propôs a ação caberá, tão somente, um prêmio de 5% (cinco por cento) calculado sobre o valor da indenização, nos termos do art. 246, §5º da Lei nº 6.404/76.

No caso da ação de responsabilidade contra o acionista controlador, a legitimidade ativa extraordinária de acionistas é ainda mais valiosa. Nesses casos, presume-se que o acionista controlador – e os administradores, naturalmente por ele indicados, em sua maioria – fariam de tudo para obstar a propositura da ação, dado o claro desinteresse deste no sucesso da empreitada.

1.7. Hipótese de Legitimidade Ativa do Acionista

Superadas as hipóteses de legitimidade ativa da companhia para propositura da ação de responsabilidade, inclusive aquelas nas quais o acionista poderá atuar como substituto processual, cumpre mencionar que a lei societária prevê, de fato, que o acionista pode ter, em determinados casos, a legitimidade ativa para tal. Sobre isso, o art. 159, §7º da Lei nº 6.404/76 dispõe que as regras sobre ação de responsabilidade contra o administrador que podem ser movidas pela companhia e em benefício dela “não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador”.

Assim, existem, de fato, determinados casos concretos nos quais o acionista poderá propor ação de responsabilidade em face do administrador, em nome e benefício próprios, com o objetivo de obter indenização e reconstituir seu patrimônio em decorrência de prejuízos por ele sofridos. No entanto, é necessário ter cautela ao analisar tal regra, pois ela não é uma carta em branco que confere legitimidade para o acionista pleitear todo e qualquer tipo de indenização, contra quem lhe parecer adequado. Pelo contrário, o legislador foi bastante restritivo ao conceder essa legitimidade, conforme se depreende da própria redação do dispositivo mencionado acima.

Nesse sentido, conforme redação do art. 159, §7º da Lei nº 6.404/76, a ação somente caberá ao acionista quando: (i) for diretamente prejudicado; e (ii) resultar de ato de administrador.

Uma vez que tal prejuízo decorre de ato do administrador (e não da companhia), a ação deverá, por óbvio, ser movida em face do administrador. Como já visto, a lei societária se preocupou em diferenciar os atos que são praticados pelo administrador em nome da companhia (i.e., obrigações contraídas pelo administrador, em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão) daqueles em que o administrador responderá pessoalmente (i.e., quando proceder com culpa, dolo ou em violação da lei ou do estatuto). O segundo grupo, portanto, engloba condutas que são consideradas como praticadas pelo administrador, e não pela companhia. São sobre elas,

evidentemente, que o art. 159, §7º da Lei nº 6.404/76 pretende incidir ao dispor que o acionista poderá propor ação quando for diretamente prejudicado por ato praticado pelo administrador.

Não se trata, mais uma vez, de hipótese na qual o acionista poderia ajuizar ação em face da companhia. Em tais casos, apesar da legitimidade passar a ser do acionista, e não mais da companhia, o mesmo não ocorre com a legitimidade passiva, que permanece sendo do administrador que praticou a conduta. Assim, a companhia não será parte da ação, uma vez que não foi autora nem vítima do dano que se pretende discutir.

Outro aspecto importante é que o acionista seja diretamente prejudicado pelo ato do administrador. Ou seja, é necessária a caracterização de um dano direto ao seu patrimônio, distinto do dano indireto ou reflexo experimentado por ele sempre que o patrimônio da própria companhia é atingido. Nesse segundo caso, como já explorado, a companhia é quem possui a legitimidade ativa para propor a ação, e o resultado desta será, em qualquer caso, revertido em seu proveito. Nas palavras de Luiz Antonio Sampaio Campos:

“O critério distintivo para saber se se trata de ação cuja competência cabe à sociedade, ou não, está na figura do paciente do dano direto. Assim, nas hipóteses em que a companhia tenha sofrido o dano em seu patrimônio, a ação cabe à companhia, e não a terceiros, destacando-se que, para esse efeito, acionistas são considerados terceiros. Por outro lado, a ação caberá a terceiros, inclusive acionistas, nas hipóteses em que sofram o dano diretamente.”¹⁵

A caracterização de um dano direto ao acionista é, no entanto, extremamente incomum dentro da sistemática das sociedades por ações. Como será explorado a seguir, na imensa maioria dos casos, a conduta faltosa do administrador causa um dano direto à própria companhia e não ao acionista, que apenas é atingido pelos reflexos patrimoniais. Por esse motivo,

¹⁵ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. Ação Social de Responsabilidade. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 886.

na imensa maioria dos casos, o acionista não possuirá a referida legitimidade ativa para propositura da ação.

1.8. Danos Diretos x Danos Indiretos ou Reflexos

A diferenciação entre dano direto à companhia e indireto ou reflexo ao acionista do dano direto ao acionista e que não representa dano à companhia já foi mencionado diversas vezes ao longo deste trabalho. No entanto, para que não restem dúvidas acerca de quem sofreu o dano, no caso concreto, algumas observações precisam ser feitas.

A primeira ressalva importante é que, nos casos de dano direto à companhia e indireto aos acionistas, apesar de a indenização decorrente da ação de responsabilidade cabível não ser revertida em proveito dos acionistas diretamente, isto ocorre, na prática, de maneira indireta. Trata-se de questão lógica: se todo prejuízo direto ao patrimônio da companhia representa um prejuízo indireto ao patrimônio do acionista, logo, todo proveito econômico obtido diretamente pela companhia representa, também, um proveito econômico indireto ao acionista. Por esse motivo, o fato de o acionista não possuir legitimidade ativa, via de regra, para a propositura da ação de responsabilidade, não faz com que ele esteja impedido de obter uma indenização pelo dano sofrido. Ocorre que, se tratando de dano indireto, nada mais lógico do que uma indenização que seja, também, indireta. Marcelo Vieira Von Adamek sintetiza bem esta questão:

“Vale dizer, assim como o prejuízo experimentado pelo acionista é indireto, a reparação também é indireta, por meio da reparação do dano social: propondo a ação social, sob a forma *ut universi* ou *ut singuli*, os resultados dessa ação são ao final deferidos à companhia (LSA, art. 159, §5º); e com isso, recomposto o patrimônio social, dá-se indiretamente a reparação do dano sofrido pelo acionista, com a recomposição do valor de suas participações societárias”¹⁶

No entanto, como já mencionado, o dano direto ao acionista pode efetivamente vir a ocorrer, apesar de ser uma hipótese rara. Nesse sentido,

¹⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 394.

Nelson Eizirik propõe três exemplos de situações que poderiam vir a configurar um dano direto ao acionista, conforme trecho abaixo:

- “(i) o de prejuízo de natureza diversa, em que não se verifica dano material direto à companhia, como no caso do uso de informações confidenciais pelos administradores, em que os acionistas não possuem igualdade de condições em relação aos insiders;
- (ii) o do dano personalizado, em que se encontram todos os atos ilegais, antiestatutários e com abuso ou desvio de poder, discriminadamente dirigidos a determinado acionista, como a recusa do fornecimento de certidões de que trata o art. 100; e
- (iii) o da existência de relação contratual direta entre o acionista e o administrador, como na hipótese de abuso na utilização de procuração outorgada pelo acionista, na forma e para efeitos do art. 126”¹⁷

O trecho abaixo, escrito por Lamy e Bulhões, sintetiza bem essa discussão:

“A redação do art. 159 da lei de sociedades por ações deixa evidente que o acionista da companhia não tem ação contra os administradores para obter reparação dos chamados ‘prejuízos indiretos’.

Se o patrimônio da companhia sofre prejuízo por efeito de ato ilícito de administrador ou de terceiro, a ação para haver indenização compete à companhia, como pessoa jurídica do patrimônio que sofreu o dano e deve receber a reparação. Somente negando a existência da personalidade distinta da companhia seria possível atribuir a cada acionista ação para haver, do administrador ou de terceiro, a sua quota-parte ideal no prejuízo causado ao patrimônio da companhia: a reparação do patrimônio social seria substituída pela reparação dos patrimônios dos acionistas que promovessem ações de indenização.

No regime da lei somente existem, portanto, dois tipos de ação:

- a) a ação social, cujo fundamento é o prejuízo causado ao patrimônio da sociedade e que pode ser proposta pela companhia ou (observados os requisitos da lei) pelo acionista, como substituto processual da companhia; e
- b) a ação individual, cujo fundamento é o prejuízo causado diretamente ao patrimônio do acionista.

A reparação do chamado ‘prejuízo indireto’ somente pode dar-se portanto, através do exercício da ação social: assim como o prejuízo é ‘indireto’, a reparação há de ser ‘indireta’, ou seja, através da recomposição do patrimônio da companhia.

Henri e Léon Mazeaud (apud, Cunha Peixoto, 1972-3, v. 4, nº 974) explicam por que não existe ação individual de acionista para haver reparação de prejuízo ao patrimônio social: ‘A pessoa jurídica se interpõe entre os sócios e o autor da falta; ela forma um obstáculo intransponível às ações individuais dos sócios.’ Também

¹⁷ EIZIRIK, Nelson. A “fraud-on-the-market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro?. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 94-95.

Vivante (1904, v. II, nº 640) destaca a distinção entre ação individual e social, mostrando que enquanto na primeira o acionista é diretamente lesado pelo ato do administrador, na segunda ‘é lesado apenas mediatemente, através da sociedade que é lesada diretamente’. E adverte: ‘A tal distinção deve manter-se atento o magistrado a fim de que o acionista desprovido de ação social não tente exercitá-la em afronta à lei sob pretexto de um dano individual’ (...)

Quando o interesse em causa é da sociedade, o acionista não tem, portanto, legitimidade para pleitear em Juízo para haver, em seu nome próprio e exclusivo, benefício, indenização ou providência jurisdicional, porque como visto, a lei processual (art. 6º) dispõe que ninguém pode pleitear em nome próprio direito alheio.”¹⁸

Em suma, a doutrina clássica não se esquivava do fato de que danos sociais importam em danos aos acionistas. Contudo, em sua maioria, o dano sofrido por acionistas é reflexo ou indireto – i.e. são essencialmente desdobramentos de danos sofridos pela companhia¹⁹. Desse modo, sendo o dano ao acionista indireto, a medida cabível é a ação social – ou seja, aquela em nome da companhia. Sobre o tema, Marcelo Vieira Von Adamek afirma:

“(...) se o dano sofrido pelo acionista for apenas indireto (como consequência do dano direto suportado pelo patrimônio da sociedade), não haverá espaço para a ação individual, mas sim para a social.”²⁰

Por sua vez, Henri e Léon Mazeaud assim explicam o conceito de “*prejuízo indireto*”:

“Os sócios sofrem necessariamente um dano do fato de a sociedade suportar um prejuízo (...) cada sócio vê assim diminuir seu direito sobre o patrimônio social.” (...) “Mas o dano sofrido pelos sócios é o mesmo dano sofrido pelo grupo. Ele atinge o sócio como parte do grupo e na proporção de sua participação. O sócio não é atingido como indivíduo, mas como parte do grupo. O prejuízo social não

¹⁸ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luis. A Lei das S.A. – Vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 408-410.

¹⁹ Em sentido oposto, Luiz Gastão Paes de Barros Leães: “se não consubstancia um dano direto sofrido pelos acionistas, o fato de as suas participações societárias terem experimentado queda de cotação, por prejuízos ocorridos na sociedade, por efeito da atuação ilícita de seus administradores, por certo eles serão “imediatamente” afetados pela conduta ilícita dos administradores (...) Da mesma forma, serão “diretamente” afetados os acionistas e terceiros, em virtude da ausência de divulgação de informações fidedignas por parte dos administradores, que as deveriam transmitir ao público investidor”. (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem. Revista de Arbitragem e Mediação. 2016, RARB Vol. 50, p. 8).

²⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009. Pág. 236.

atinge individualmente os sócios, não os atinge senão através do grupo, como membros dele”.²¹

O dano sofrido pelo acionista é o mesmo sofrido pelo grupo de acionistas, guardada a proporção de suas respectivas participações no capital social da companhia. Assim, o acionista não é atingido como indivíduo, mas como parte de um grupo. Aprofundando o conceito, Luiz Antonio de Sampaio Campos leciona:

“Haverá situações, embora menos comuns, em que ao mesmo tempo a companhia e terceiros poderão ter sofrido danos diretos e, nesse caso, cada qual terá legitimidade para propor a sua ação contra os administradores pelos danos que sofreram diretamente, uma vez que uma ação não necessariamente exclui a outra. Mas não poderá ser o mesmo dano; deverá ser dano diferente (peculiar and personal to itself, conforme a doutrina inglesa).”²²

Por óbvio, o dano indireto ao acionista não o autoriza a propor ação de responsabilidade em causa própria. Sobre o racional da lei, explicam, com clareza, Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

“A reparação do chamado ‘prejuízo indireto’ somente pode dar-se, portanto, por meio do exercício da ação social: “assim como o prejuízo é “indireto”, a reparação há de ser “indireta”, ou seja, através da recomposição do patrimônio da companhia”.²³

Importa, para análise de situações da vida real, diferenciar quando (i) o dano é direto aos acionistas; e (ii) o dano é direto à companhia e tão somente indireto aos acionistas, como ocorre via de regra. Sobre isso, Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

“A companhia tem patrimônio próprio e o dano a esse patrimônio não tem efeito direto nos patrimônios dos seus acionistas; estes são, todavia, titulares de direito de participar nos lucros sociais e no acervo da companhia, em caso de liquidação, que fundamentam o conceito de “prejuízo indireto” do sócio:

a) todo lucro da companhia pode eventualmente transformar-se – sob a forma de dividendo ou de rateio do acervo líquido – em aumento dos patrimônios dos seus

²¹ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. Ação Social de Responsabilidade. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 909.

²² SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. Ação Social de Responsabilidade. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 886-887.

²³ PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, pareceres. 2. ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1996, v. II, p. 408-409.

acionistas, e o ato do administrador que causa prejuízo ao patrimônio da companhia, diminuindo o lucro social, pode ser causa de prejuízo indireto ao acionista – na medida em que diminua o dividendo a ele distribuído ou a quota-parte no acervo líquido por ele recebida em caso de liquidação;

b) o valor econômico da ação resulta, em última análise, daqueles dois direitos de participação; e do prejuízo causado ao patrimônio da companhia pode decorrer – indiretamente – diminuição do valor da ação, na medida em que influencie, de modo relevante, a avaliação da ação com base no lucro ou no patrimônio líquido da companhia.”²⁴

1.9. Ação Civil Pública da Lei nº 7.913/89

Em paralelo ao regime de responsabilidade societário previsto na Lei nº 6.404/76, o ordenamento jurídico brasileiro instituiu, através da Lei nº 7.913/89, a possibilidade de propositura de ação civil pública para apurar a responsabilidade e obter ressarcimento por danos causados aos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado.

É importante ressaltar que o caput do art. 1º da Lei nº 7.913/89 reforça o fato de que tal ação civil pública não exclui a ação de indenização pelos prejuízos sofridos por tais pessoas, que é justamente a ação de responsabilidade prevista na lei societária. Assim, resta claro que uma não se confunde com a outra, se tratando, portanto, de ações diferentes, com objetivos e regras específicos e que não devem ser confundidos ou mesclados.

Outra questão importante é que a Lei nº 7.913/89 foi alterada recentemente, através da Lei nº 14.195/2021. Na redação original, o art. 1º estipulava que a referida ação civil pública apenas poderia ser proposta pelo Ministério Público, fosse de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários. Com a reforma, a ação civil pública pode ser proposta pelo Ministério Público ou pela própria Comissão de Valores Mobiliários, através do seu órgão de representação judicial. Assim, é possível notar que o legislador optou por conferir legitimidade ativa, nessa ação civil pública específica, ao Ministério Público e à Comissão de Valores Mobiliários, e não

²⁴ PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, pareceres. 2. ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1996, v. II, p. 408.

às pessoas físicas que sofreram os danos, tampouco a associações ou entidades que almejem representa-las.

Resta evidente que a ação civil pública no âmbito do mercado de capitais possui características e regras próprias que fazem com que ela também não se confunda com a ação civil pública genérica, prevista na Lei nº 7.347/85 e aplicável aos danos causados aos mais variados direitos difusos ou coletivos. Pelo contrário, conforme previsto no art. 3º da Lei nº 7.913/89, as regras da ação civil pública genérica se aplicam à ação civil pública do mercado de capitais apenas naquilo que couber. Assim, não se admite a aplicação de regras da Lei nº 7.347/85 que sejam manifestamente contrárias às regras específicas previstas na Lei nº 7.913/89.

Por esse motivo, não é razoável que a legitimidade ativa para a propositura de ação civil pública no mercado de capitais seja estendida a todos os legitimados para a propositura da ação civil pública genérica, uma vez que a Lei nº 7.913/89 estabelece de maneira expressa quais são os legitimados ativos.

O legislador se preocupou em incluir, recentemente, um novo legitimado ativo para a ação civil pública do mercado de capitais – a Comissão de Valores Mobiliários – através da Lei nº 14.195/2021. Ora, se fosse o caso de incluir, também, associações ou os próprios prejudicados, o legislador deveria ter aproveitado o ensejo para isso. No entanto, como se sabe, não foi o que ocorreu.

Outro aspecto importante da Lei nº 7.913/89 é que ela não define quais são os legitimados passivos da ação civil pública do mercado de capitais. No entanto, ao analisar suas hipóteses de cabimento previstas nos incisos de seu art. 1º, é possível notar que dificilmente a companhia poderia figurar no polo passivo em tais casos.

O primeiro inciso diz respeito à realização de operações fraudulentas, práticas não equitativas, manipulação de preços e criação de condições artificiais no mercado de valores mobiliários. No entanto, como se sabe, as

companhias abertas já possuem diversas regras e limitações para a negociação com ações de sua própria emissão, previstas no art. 30 da Lei nº 6.404/76 e na Instrução CVM nº 567/15. Assim, via de regra, tais operações são preponderantemente cometidas pelos demais agentes de mercado, principalmente aqueles que estão acostumados a operar com regularidade e expertise (alheios à estrutura interna de uma companhia).

O segundo inciso versa sobre a negociação de valores mobiliários por parte de administradores e acionistas controladores mediante utilização de informação relevante – prática conhecida como *insider trading*. Nesse caso, o próprio dispositivo legal já endereça quem são os eventuais legitimados passivos: administradores e acionistas controladores. Novamente, trata-se de operação na qual dificilmente uma companhia teria atuação.

Por fim, o terceiro e último inciso contempla a hipótese de omissão de informação por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa. Tal hipótese pode, a priori, gerar algumas discussões, uma vez que o senso comum pode levar à falsa ideia de que a companhia seria a potencial legitimada passiva em tais casos, por ser ela a detentora da obrigação de divulgar informações ao mercado. No entanto, a obrigação de divulgação de informações é dos administradores da companhia e, se tratando de companhia aberta, do seu diretor de relações com investidores, conforme previsto no art. 45 da Instrução CVM nº 480/09 e no art. 3º da Resolução CVM nº 44/2021 (para os avisos de fato relevante, informação eventual que mais gera discussões sobre o tema).

Desse modo, nos casos em que haja propositura de ação civil pública por prejuízos causados no mercado de capitais, dificilmente tal ação será proposta em face da companhia, mas sim dos administradores ou acionistas controladores, como ocorre no caso da ação civil de responsabilidade prevista na lei societária.

Além disso, o regime da ação civil pública por danos causados no mercado de capitais não se confunde com a ação de responsabilidade civil, de modo que não se pode aplicar as regras de uma para a outra. Além disso, a ação civil pública não está abrangida pela cláusula compromissória de arbitragem do estatuto social de companhias abertas.

2. Arbitragens Coletivas Societárias no Brasil

2.1. Cláusula Compromissória

No regime societário instituído pela Lei n° 6.404/76, a ação de responsabilidade civil, como toda e qualquer ação do ordenamento jurídico brasileiro, deverá ser proposta no poder judiciário. No entanto, como sabe, boa parte das companhias abertas possuem cláusula compromissória de arbitragem em seus respectivos estatutos sociais, conforme expressamente permitido pelo art. 109, §3° da Lei n° 6.404/76.

Além disso, as companhias que pertencem ao segmento especial de listagem do Novo Mercado da B3 são obrigadas a possuir cláusula compromissória em seus respectivos estatutos sociais, estipulando que as controvérsias entre a companhia, administradores e acionistas devem ser resolvidas perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, da própria B3. Cumpre ressaltar que o segmento especial do Novo Mercado representa o mais alto nível de governança corporativa da bolsa brasileira e, portanto, a imensa maioria das companhias que realiza oferta de ações no Brasil, atualmente, passa a ser listada no referido segmento.

Por tais motivos, é cada vez mais comum que a apuração de responsabilidade por condutas envolvendo companhias abertas seja realizada em procedimentos arbitrais, e não no poder judiciário. Por um lado, tal fato faz com que as questões sejam resolvidas com maior agilidade e rigor técnico. Por outro lado, não é possível ter acesso ao conteúdo de tais procedimentos, tendo em vista o caráter sigiloso encontrado na maior parte das arbitragens. Além disso, se tratando de procedimento arbitral, as regras aplicáveis às ações, previstas na legislação societária, precisam ser conciliadas com os regulamentos das câmaras de arbitragem, o que, em alguma medida, altera, no caso concreto, o regime criado pelo ordenamento jurídico.

2.2. Ilegitimidade Passiva da Companhia

Na maior parte das arbitragens coletivas instauradas por acionistas no Brasil, a companhia aberta figura no polo passivo. No entanto, como já abordado, não há previsão legal expressa no regime de responsabilidade societário para situações na qual a legitimidade passiva seja da companhia. Para que isso ocorresse, seria necessário que a companhia fosse causadora de um dano aos acionistas – sendo que, na maior parte das vezes, a companhia é vítima de danos causados por administradores.

Em um dos procedimentos arbitrais em curso no Brasil, os acionistas pedem a apuração da responsabilidade por supostos danos causados em decorrência de: (i) supostas fraudes contábeis nas demonstrações financeiras da companhia; e (ii) divulgação de informações supostamente falsas acerca da companhia. Ocorre que, como será explorado a seguir, as condutas envolvidas são atribuições e competências de administradores, e não da companhia em si.

Em relação às demonstrações financeiras, conforme disposto no art. 176 da Lei n° 6.404/76, compete à diretoria fazer elaborá-las, obedecendo as regras aplicáveis. Uma vez que tais demonstrações financeiras tenham sido elaboradas, caberá aos acionistas, reunidos em assembleia geral ordinária, discutir e votá-las, conforme prescrito no art. 132, I da Lei n° 6.404/76. Como já abordado anteriormente neste trabalho, isso está inserido na necessidade de se estabelecer, dentro da estrutura da companhia aberta, um regime bem delimitado de competências, atribuições, deveres e responsabilidades, a fim de garantir seu adequado funcionamento.

A responsabilidade pelo conteúdo das demonstrações financeiras é, portanto, da diretoria, que, após mandar elaborá-las, deve conferir seu conteúdo e adequação à realidade – afinal, ninguém melhor que um administrador da companhia para isso. Tanto é que a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras pelos acionistas, em conjunto com as contas da administração, exonera de responsabilidade os administradores, salvo

erro, dolo, fraude ou simulação, conforme disposto no art. 134, §3º da Lei nº 6.404/76. Ou seja, os acionistas representam o crivo acerca da conformidade das demonstrações financeiras preparadas a mando dos diretores, de modo que a falha destes em apresentar demonstrações em boa ordem, caso assim entendam e demonstrem os acionistas, poderá sujeitá-los à apuração de suas responsabilidades. Este é o entendimento adotado pela Comissão de Valores Mobiliários ao julgar processos administrativos sancionadores que versam sobre irregularidades envolvendo informações financeiras de companhias abertas²⁵.

No caso concreto acima referido, esta dinâmica fica ainda mais evidente, uma vez que a tese que tenta ser emplacada pelos acionistas é de que determinados diretores agiram de maneira deliberada e intencional para fraudar e manipular as demonstrações financeiras da companhia, e, em contrapartida, obterem benefícios pecuniários. Portanto, resta ainda mais evidente quem são os verdadeiros autores da suposta conduta ilícita cuja responsabilidade busca-se apurar no procedimento arbitral: os administradores, e não a companhia.

No tocante à divulgação de informações falsas ao mercado, em tal caso concreto, trata-se de anúncio, por parte de determinado diretor, de que um *player* bastante relevante estaria aumentando sua participação acionária na companhia. Tal anúncio provocou uma subida instantânea e expressiva na cotação das ações de emissão da companhia. No entanto, após a identificação de que se tratava de informação potencialmente falsa, houve queda abrupta na cotação de tais ações. Neste aspecto, permanece evidente, novamente, que o autor da conduta é bem definido, qual seja o diretor que divulgou a informação supostamente falsa ao mercado.

²⁵ A esse respeito, destacam-se o Processo Sancionador CVM SEI nº 19957.002738/2016-14, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.006209/2016-81 e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/4077.

Cumpra ressaltar que, nos termos do art. 45 da Instrução CVM nº 480/09, o diretor de relações com investidores da companhia é responsável prestar todas as informações exigidas da companhia aberta. Mais especificamente, o art. 3º da Resolução CVM nº 44/2021 dispõe que cumpre ao diretor de relações com investidores divulgar os avisos de fato relevante que tenham ocorrido em relação à companhia. Além disso, o art. 3º, §2º da Resolução CVM nº 44/2021 estabelece que todos os demais administradores que tenham conhecimento de informação relevante não divulgada ao mercado são responsáveis por sua divulgação, no caso de omissão do diretor de relações com investidores. O art. 157, §4º da Lei nº 6.404/76 estabelece, ainda, que a divulgação de fato relevante é de competência dos administradores, de forma geral.

Em qualquer caso em que se busque apurar a responsabilidade em decorrência de falhas informacionais envolvendo companhias abertas, é preciso ter em mente que a obrigação de as divulgar é do diretor de relações com investidores (ou dos demais administradores, conforme o caso) e não da companhia, como pessoa jurídica. Portanto, não será a companhia quem deve figurar no polo passivo das arbitragens.

Nesse sentido, o professor Nelson Eizirik entende que:

“[...] não se previu na Lei das S.A. ação de responsabilidade contra a companhia por divulgar informações falsas ou enganosas ou mesmo por deixar de divulgar informações sobre fatos relevantes. Tais atribuições são dos administradores, nos termos do art. 157 da Lei das S.A., daí decorrendo a sua responsabilidade pelos danos causados por seu comportamento ilegal.”

O dispositivo previsto na alínea ‘g’ do inciso II do art. 287 aplica-se apenas aos direitos dos acionistas que derivam da sua posição de sócio, às relações com a sociedade em decorrência do vínculo societário, não àquelas que a sociedade poderia ter com qualquer terceiro. Ou seja, somente caberia cogitar-se da incidência da norma caso o acionista demandasse contra a companhia buscando a satisfação de direito ou exoneração de dever contraído na condição de acionista.

Uma demanda por infração ao dever de informar não teria como objeto infração decorrente de vínculo societário, mas, ao contrário da relação que a companhia

poderia ter com qualquer terceiro, investidor do mercado de capitais, não necessariamente acionista da companhia.”²⁶

É mister salientar que os exemplos acima se encaixam perfeitamente na regra do regime de responsabilidade societário ao prever que os administradores respondem pessoalmente pelos prejuízos que causarem ao agir com dolo, mesmo que dentro de suas atribuições ou poderes. Assim, a título de exemplo, apesar de competir à diretoria mandar elaborar as demonstrações financeiras, os diretores devem responder pelos danos causados quando deliberadamente agirem no intuito de que tais demonstrações sejam elaboradas de maneira fraudulenta, com o intuito de obterem algum tipo de vantagem. Se enquadra na mesma hipótese um diretor que divulgue informação falsa de maneira proposital. São situações nas quais a companhia é prejudicada por atos de administradores e, portanto, deve buscar reparação em face destes.

Outro caso concreto de arbitragem movida por acionistas envolvendo companhia aberta brasileira pede a apuração da responsabilidade por supostos danos causados em decorrência da participação de administradores e empregados em um esquema de corrupção. Não é necessária muita explicação para compreender que, mais do que qualquer outro caso, os danos foram causados pelas respectivas pessoas físicas que, utilizando de seus cargos, cometeram um crime (que, como se sabe, possui caráter personalíssimo) e que a companhia foi usada como veículo para consecução de seus interesses. Tais pessoas físicas foram, inclusive, condenadas na esfera criminal pelas mesmas condutas que ensejaram a instauração do procedimento arbitral. Novamente, trata-se de caso no qual os administradores deveriam figurar no polo passivo da arbitragem, e não a companhia.

²⁶ EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 99-100.

2.3. Ilegitimidade Ativa dos Acionistas

Como explorado anteriormente, o regime de responsabilidade societário previsto na Lei nº 6.404/76 estabeleceu que a legitimidade ativa para a propositura de ação de responsabilidade em face do administrador é da companhia. Os acionistas, por sua vez, podem propor a ação em nome próprio, agindo como substituto processual, em determinadas circunstâncias específicas, mas sempre no interesse e em benefício da companhia. A única hipótese em que o acionista tem legitimidade ativa é quando ele sofre o dano diretamente – hipótese bastante rara, uma vez que, via de regra, o dano decorrente de atos dos administradores é experimentado pela companhia.

A opção do legislador de conferir a legitimidade ativa à companhia quando ela sofre um dano decorrente de ato praticado por administrador está em linha com o conceito geral de responsabilidade civil. Tal opção está em linha, também, o conceito de personalidade jurídica, uma vez que respeita a diferenciação de patrimônio existente entre a sociedade por ações e seus acionistas. Se o dano provou uma redução patrimonial na companhia, é dela a titularidade do direito de reaver o seu próprio patrimônio, e não dos acionistas.

O cenário que se tem é o seguinte: (i) se o dano direto é sofrido pela companhia, ela receberá o resultado auferido pela ação de responsabilidade, seja por ter proposto a ação, utilizando sua legitimidade ativa, ou pelo repasse dos acionistas que tenham agido em substituição processual; (ii) se o dano direto é sofrido pelo acionista, ele será o legitimado ativo e receberá o resultado auferido pela ação de responsabilidade em face do administrador; e (iii) se o acionista tiver sofrido um dano indireto, por conta de sua condição de sócio da companhia, ele não terá legitimidade ativa para postular eventual indenização em benefício próprio.

Na maior parte das arbitragens movidas no Brasil por acionistas em face da companhia aberta, há uma verdadeira inversão do polo no qual a

companhia deveria estar incluída. São casos nos quais o dano direto foi sofrido pela companhia e os acionistas tão somente suportaram os danos indiretos. Assim, não só a companhia não possui legitimidade passiva (como já abordado acima), como, também, os acionistas que instauraram as arbitragens não possuem legitimidade ativa, uma vez que estão reclamando indenização em benefício próprio em decorrência de prejuízo alheio (da companhia).

Os acionistas, cumpre ressaltar, sequer estão agindo como substitutos processuais da companhia – o que, aliás, seria impossível, uma vez que demandam em face dela própria – uma vez que, em boa parte dos casos, sequer se configuraram os requisitos para tal. É comum, inclusive, que existam duas ações tramitando em paralelo, buscando reparação com base nos mesmos atos e fatos: (i) a ação de responsabilidade civil da companhia em face do administrador, devidamente aprovada pelos acionistas em assembleia geral; e (ii) a arbitragem coletiva de determinados acionistas em face da companhia.

O argumento dos acionistas, em tais arbitragens, costuma se basear no fato de que sofreram prejuízos diretos em decorrência da queda na cotação das ações de emissão da companhia. No entanto, ainda que se entenda que uma queda na cotação pode representar um dano ao titular de valores mobiliários (tema que será explorado – e combatido – mais adiante), esse tipo de dano está, via de regra, ligado a um dano anterior e primário, sofrido pela companhia. O dano sofrido pelo acionista em decorrência da queda na cotação das ações (assumindo, por amor ao debate, que seja efetivamente um dano) é dano indireto e, portanto, não o autoriza a ingressar com ação buscando reparação do seu próprio patrimônio, muito menos em prejuízo da ação de responsabilidade a ser movida pela companhia em face do administrador para obter a indenização que lhe cabe em decorrência dos mesmos atos.

Além disso, no regime de responsabilidade societário, assim como ocorre no regime genérico de responsabilidade civil, é necessário demonstrar o nexo causal entre a conduta praticada e o dano incorrido. Ocorre que, se tratando de dano direto à companhia e indireto ao acionista, só o primeiro possui nexo causal com a conduta do administrador. O dano sofrido pela companhia é suficiente para “completar” a cadeia, não havendo conexão entre a conduta praticada pelo administrador e o dano indireto sofrido pelo acionista. Como já mencionado, o dano indireto não decorre do ato em si, mas tão somente como consequência lógica (e econômica) da participação detida pelo acionista no capital social da companhia.

Isso significa dizer que, mesmo existindo queda na cotação das ações, a companhia continua possuindo a legitimidade ativa para a propositura da ação cabível, dentro do racional do regime de responsabilidade societário.

Marcelo Vieira Von Adamek comenta sobre o tema:

“O dano social sempre causa dano individual indireto ao acionista, porém não legitima a propositura de ação individual. Os danos sociais, isto é, aqueles sofridos pela companhia, sempre acabam por se traduzir em dano indireto para seus acionistas: seja porque as ações são bens de segundo grau (pois, por equivalência patrimonial, refletem no seu valor as oscilações patrimoniais, positivas ou negativas, da companhia), de modo que todo prejuízo experimentado pela companhia pode gerar a diminuição do valor das ações; seja, ainda, porque o prejuízo da companhia pode afetar o lucro social e, com isso, diminuir o montante do lucro distribuível aos acionistas sob a forma de dividendos. Todavia, esses danos são diretos e experimentados pela sociedade e que, de forma indireta, atingem os acionistas: não individualmente, mas como membros do ente coletivo, na exata proporção de suas participações no capital da sociedade [...]. Na realidade, os danos individuais indiretos (que são danos sociais diretos) são ressarcidos unicamente pela forma indireta. Vale dizer, assim como o prejuízo experimentado pelo acionista é indireto, a reparação também é indireta, por meio da reparação do dano social: propondo a ação social, sob a forma *ut universi* ou *ut singuli*, os resultados dessa ação são ao final deferidos à companhia (LSA, art. 159, §5º); e com isso, recomposto o patrimônio social, dá-se indiretamente a reparação do dano sofrido pelo acionista, com a recomposição do valor de suas participações societárias”.²⁷

²⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 391-395.

2.4. Ilegitimidade Ativa das Associações

Em algumas arbitragens instauradas em face de companhia aberta no Brasil, o polo ativo sequer é ocupado por acionistas, mas sim por associações civis e entidades que, alegadamente, representam acionistas. Para tal, as referidas associações se utilizam do seguinte argumento, em apertada síntese: (i) a Lei n° 7.913/89 criou a possibilidade de ação civil pública no âmbito do mercado de capitais; (ii) apesar da Lei n° 7.913/89 estabelecer que o Ministério Público e a Comissão de Valores Mobiliários são os detentores de legitimidade ativa para propositura da referida ação pública, a Lei n° 7.347/85, que disciplina a ação civil pública genérica, confere legitimidade ativa para associações civis; (iii) a cláusula compromissória presente nos estatutos sociais de companhias abertas abrange a ação civil pública do mercado de capitais; e (iv) portanto, as associações teriam legitimidade ativa para propor ação civil pública referente a prejuízos causados no mercado de capitais em sede de arbitragem.

No entanto, existem inconsistências flagrantes que maculam a propositura de arbitragens coletivas societárias por tais associações. Primeiramente, como já abordado, a legitimidade ativa para propositura da ação civil pública do mercado de capitais é restrita ao Ministério Público e à Comissão de Valores Mobiliários. Não se admite sua extensão às associações civis, uma vez que o art. 3° da Lei n° 7.913/89 é cristalino ao dispor que as regras da ação civil pública genérica se aplicam à ação civil pública do mercado de capitais apenas naquilo que couber. Claramente, não cabe à lei genérica expandir o rol de legitimados ativos que foi criado pela lei específica, de maneira taxativa e bem delimitada. Aliás, quando foi o caso, o legislador teve o cuidado de aprovar uma alteração no texto legal – notadamente, através da Lei n° 14.195/2021, que, recentemente, inclui a Comissão de Valores Mobiliários como legitimada ativa. Se fosse vontade do legislador incluir, também, associações e demais legitimados para

propositura da ação civil pública genérica, é evidente que teria procedido da mesma maneira.

Sobre o tema, cumpre ressaltar Lionel Zaclis:

“Ora, a Lei n.º 7.913/89, em seu art. 1º tratou expressamente da matéria relativa à legitimação para agir, restringindo-se a atribuí-la ao Ministério Público. Tivesse sido intenção da Lei n.º 7.913/89 que, além do Ministério Público, também as demais entidades referidas no art. 5º da Lei n.º 7.347/85 fossem dotadas de legitimação para agir no caso, certamente teria sido expressa a respeito. Portanto, a aplicabilidade das normas da Lei n.º 7.347/85 aos casos submetidos à Lei n.º 7.913/89 restringe-se às hipóteses relativamente às quais esta última é omissa.”²⁸

Na mesma linha, Carlos Roberto Claro e Gustavo Saad Diniz:

“Pelo texto legal em comento, não é possível a aplicação do art. 5º da Lei 7.347/85, para fins de estender a legitimidade a outras pessoas que não o Ministério Público, no que diz à ação prevista na lei em estudo, como se pode pensar, numa primeira análise. A legitimidade ativa é apenas do Ministério Público, não cabendo falar em extensão, sob qualquer hipótese, levando em conta apenas o enfoque legal. Com efeito, a aplicação subsidiária deste texto legal não pode(ria), por força do texto legal, estender a legitimidade ativa processual a outrem, na medida em que a Lei 7.913 estabeleceu esta apenas ao Ministério Público e ao próprio prejudicado, que atua de modo individual, conforme primeira parte do artigo primeiro.”²⁹

O assunto já foi, inclusive, objeto de discussão em sede de casos concretos nos quais associações civis propuseram ação em face de companhia aberta, visando a obter indenização por supostos danos sofridos por acionistas em decorrência de desvalorização em suas ações. Nesse sentido, em ação civil pública proposta em face da Petrobras, a ré apresentou parecer de lavra de Teresa Arruda Alvim, em linha com o entendimento mencionado acima, do qual se destaca o seguinte trecho:

“O art. 1º, caput da Lei n. 7.913/89 conferiu legitimidade exclusiva ao Ministério Público para ajuizar ação civil pública, visando a evitar prejuízos ou obter o ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários (emitentes dos títulos) e aos investidores do mercado (aplicadores nos títulos emitidos).

²⁸ ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 170.

²⁹ CLARO, Carlos Roberto. Ensaio sobre a lei 7.913/89. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; e LUCON, Paulo Henrique dos Santos. A tutela coletiva do acionista minoritário – os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 56-57.

O art. 1º, caput da Lei 7.913/89 não pode ser lido como abrangendo também a legitimidade das associações para ajuizar ação coletiva no âmbito do mercado de capitais (...).”³⁰

No mesmo sentido, em ação judicial proposta em face do IRB – Brasil Resseguros, a ré apresentou parecer subscrito por Fábio Ulhôa Coelho sobre o mesmo tema, cuja seguinte passagem ajuda a entender o assunto:

“Quando o objeto de uma ação civil pública diz respeito a lesão a direitos transindividuais de investidores no mercado de valores mobiliários, apenas o Ministério Público é titular da legitimidade ativa, nos termos do art. 1º da Lei n. 7.913/89: (...)

Muitos dispositivos da Lei n. 7.347/85, que trata da ação civil pública, são aplicáveis à medida judicial relativa às lesões a direitos transindividuais dos investidores no mercado de capitais.

Mas, os incisos II a V do seu art. 5º, que listam hipóteses de legitimação ativa para além do Ministério Público, não fazem parte desses dispositivos de aplicação subsidiária.

Quer dizer, não é aplicável às ações civis públicas referidas na Lei n. 7.913/89 o art. 5º, V, da Lei n. 7.347/85, que atribui legitimidade ativa às associações, para propositura da ação civil pública relativa a ‘danos causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico’”³¹

Ainda que fosse o caso de admitir a legitimidade ativa das associações, por meio da aplicação das regras da Lei nº 7.347/85, os requisitos previstos em tal diploma legal para a verificar a legitimidade da associação no caso concreto deveriam ser observados. Assim, nos termos do art. 5º, V da Lei nº 7.347/85, apenas poderia propor a referida ação associações que: (i) estivessem constituídas há pelo menos 1 (um) ano; e (ii) incluíssem, em suas finalidades institucionais, a proteção de acionistas, investidores ou do mercado de capitais.

Mesmo que se entenda – em prol do debate – que as associações podem propor a ação civil pública do mercado de capitais, tal ação não seria englobada pela cláusula compromissória de arbitragem do estatuto social das

³⁰ ALVIM, Teresa Arruda. Parecer proferido em consulta formulada pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras no âmbito da Ação Civil Pública 1106499-89.2017.8.26.0100, p. 68.

³¹ COELHO, Fabio Ulhôa. Parecer proferido em consulta formulada pelo IRB-Brasil RE no âmbito da ação judicial 1023052-04.2020.8.26.0100, §§15 e 24-26.

companhias abertas. Primeiramente, porque, de acordo com o art. 1º da Lei nº 9.307/96, só pode ser objeto de arbitragem os litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis. A ação civil pública tem como objetivo obter ressarcimento por danos contra interesses difusos e coletivos – e, por esse motivo, as pessoas físicas sequer possuem legitimidade para sua propositura. Trata-se de direitos pertencentes à coletividade (os acionistas e investidores do mercado de capitais) e, portanto, que não são disponíveis.

Conforme disposto no art. 31 da Lei nº 9.307/96, a sentença arbitral produz efeitos entre as partes e seus sucessores, não sendo admitido, a contrário senso, que tais efeitos sejam estendidos a terceiros que dela não fazem parte. Trata-se, portanto, de regra diametralmente contrária à da ação civil pública, cuja sentença faz coisa julgada erga omnes, ou seja, perante toda e qualquer pessoa, parte ou não do processo, nos termos do art. 16 da Lei nº 7.347/85. O efeito erga omnes é, na realidade, um dos principais pilares da ação civil pública, posto que assegura o objetivo de garantir os interesses difusos e coletivos, cujos titulares podem ser quaisquer indivíduos no território nacional. Configura-se, pois, mais uma característica inconciliável entre o procedimento arbitral e a ação civil pública.

Outro aspecto importante é que os procedimentos envolvidos em uma ação civil pública possuem peculiaridades que dificilmente se conciliarão com a dinâmica e as regras de um tribunal arbitral. Apenas a título de exemplo, conforme disposto no art. 2º, caput e §1º da Lei nº 7.913/89, as importâncias da condenação na ação civil pública devem ser revertidas aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo, e ficarão depositadas em conta remunerada, à disposição do juízo, até que os investidores se habilitem ao recebimento. É impraticável imaginar essa dinâmica sendo aplicada no âmbito de uma câmara de arbitragem.

Por fim, vislumbra-se um novo problema relacionado à legitimidade, mas, desta vez, ainda maior, pois diz respeito à própria legitimidade para ser

parte do procedimento arbitral. Como se sabe, ao inserir uma cláusula compromissória de arbitragem no estatuto social, as companhias não vinculam toda e qualquer pessoa que venha a manter alguma relação com ela. Se assim o fosse, qualquer demanda, de qualquer natureza, envolvendo uma companhia com cláusula compromissória deveria ser levada para arbitragem, seja relação de consumo, trabalhista, ambiental etc. – o que, sem dúvidas, seria algo impraticável.

Na realidade, o art. 109, §3º da Lei nº 6.404/76 dispõe que a cláusula de arbitragem do estatuto poderá contemplar tão somente “as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários”. Indo além, o art. 39 do Regulamento do Novo Mercado da B3 dispõe que a cláusula compromissória obrigatória para as companhias listadas no referido segmento obriga “a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes” em relação a qualquer controvérsia que possa surgir entre eles.

O que importa para a análise em tela é que, de nenhum modo, a cláusula compromissória de arbitragem irá contemplar associações ou quaisquer tipos de entidades representativas de acionistas. Por esse motivo, sem prejuízo de todos os argumentos já mencionados anteriormente, não se admite que um procedimento arbitral seja instaurado por uma associação em face da companhia.

Sobre o tema, cumpre citar Arnaldo Wald:

“O problema básico da introdução da class action na arbitragem é referente ao consenso, pois não há arbitragem sem manifestação da vontade das partes, quer seja expressa, quer seja tácita. Pode a cláusula compromissória constar no próprio contrato ou em documento distinto, ou até em virtude de remissão a instrumento que trata da cláusula compromissória, aplicando-a ao caso concreto. (...) Também é viável que uma associação de defesa dos direitos dos investidores requeira a arbitragem, ou até que seja criada para o fim específico de proteger os investidores num determinado caso. A sua intervenção na arbitragem poderá depender da redação das cláusulas estatutárias. (...) [Nota de rodapé n. 80:] Se os estatutos só

vincularem os acionistas, poder-se-ia alegar eventualmente, que a associação, tendo personalidade jurídica própria, não seria no caso, parte legítima.”³²

2.5. Dificuldade de Verificação da Legitimidade de Acionistas e Associações

Mesmo que, por absurdo, fosse admitida a legitimidade ativa de acionistas e de associações para a propositura da ação de responsabilidade, outro problema entraria em cena: a dificuldade de verificar quais acionistas, dentre todos da companhia, possuiriam a referida legitimidade.

Como se sabe, a legitimidade ativa está diretamente ligada ao dano que foi causado. Em outras palavras, isso significa dizer que só terá legitimidade para propor ação visando a obter uma indenização aquele que, efetivamente, sofreu um dano, ou seja, que teve seu patrimônio afetado. Nesse sentido, sabe-se que, na maior parte das arbitragens instauradas contra companhias abertas, o prejuízo alegado pelos acionistas é a queda na cotação das ações em decorrência de algum fato anterior que veio à tona – geralmente, cometido por administradores, cumpre ressaltar. Sem pretensão de debater sobre a caracterização da queda na cotação das ações como dano de fato aos acionista – o que será feito mais adiante – é certo que tal característica impõe desafios importantes à verificação da legitimidade dos acionistas.

Nesse sentido, uma dúvida que pode ser suscitada é: todo e qualquer acionista que tiver detido ações no período entre a divulgação do fato que gerou a queda na cotação e o resultado da ação de responsabilidade terá legitimidade? Ou apenas aqueles que já detinham as ações antes de tal fato se tornar público? Em outras palavras, aqueles que adquiriram ações já sabendo do fato poderiam se beneficiar do resultado da arbitragem, caso a cotação tenha continuado em queda após isso?

³² WALD, Arnaldo. A arbitragem de classe no direito societário. In: 20 anos da lei de arbitragem: homenagem a Petrônio R. Muniz, coordenação de Carlos Alberto Carmona, Selma Ferreira Lemes, Pedro Batista Martins, 1ª ed., São Paulo: Atlas, 2017. pp. 863-864.

Os questionamentos acima derivam diretamente de um dos maiores problemas encontrados no objeto das arbitragens coletivas: o total descasamento entre a conduta que é, de fato, ilícita (i.e., ato de administrador) e o alegado prejuízo reclamado pelos acionistas (queda na cotação das ações). Como não há nexos causal direto entre um e outro, tendo em vista que a queda na cotação das ações é mero reflexo do dano suportado pela companhia, torna-se extremamente difícil identificar que acionistas teriam direito ao ressarcimento.

Em relação às associações, o desafio não parece menor. Como já visto, o argumento que tenta ser emplacado nas arbitragens em curso é de que tais entidades possuem legitimidade ativa através da aplicação das regras previstas na legislação da ação civil pública genérica. Desse modo, para se manter o mínimo de coerência, é necessário que tais associações cumpram, ao menos, com os requisitos exigidos no art. 5º, V da Lei nº 7.347/85, quais sejam: (i) que a associação tenha sido constituída há pelo menos 1 (um) ano; e (ii) que a finalidade institucional da associação guarde relação com a defesa dos interesses e direitos de acionistas e investidores do mercado de capitais.

A jurisprudência brasileira já reconheceu o afastamento da presunção de legitimidade de associação para propositura de ação pública. Em outras palavras, em determinado caso concreto, o juízo afastou a legitimidade da associação, mesmo estando cumprindo formalmente os requisitos do art. 5º, V da Lei nº 7.347/85, por entender que se tratava de entidade inidônea e cujo estatuto possuía referências genéricas à defesa dos interesses difusos e coletivos.

A jurisprudência construiu uma visão que vai além do mero formalismo na verificação do cumprimento das exigências relacionadas à legitimidade das associações para propositura de ações coletivas. Assim, não basta que a associação tenha, em seus registros, as credenciais necessárias, e sim que, na prática, ela funcione como verdadeiro veículo de defesa e

proteção daqueles a quem pretende representar. A associação, portanto, não pode funcionar como um “coringa” ou mero instrumento para permitir a propositura das ações. É necessário que, no dia a dia, suas atividades e condutas sejam compatíveis com a causa e os interesses que ela almeja defender em sede judicial.

Sobre o tema, cumpre transcrever o acórdão do REsp 1213614/RJ, de relatoria do Ministro Luis Felipe Salomão:

“PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. DECRETAÇÃO DE NULIDADE, SEM QUE TENHA HAVIDO PREJUÍZO. DESCABIMENTO. OMISSÃO, CONTRADIÇÃO OU OBSCURIDADE. INEXISTÊNCIA. AÇÃO COLETIVA. RECONHECIMENTO PELO MAGISTRADO, DE OFÍCIO, DE INIDONEIDADE DE ASSOCIAÇÃO, PARA AFASTAMENTO DA PRESUNÇÃO LEGAL DE LEGITIMIDADE. POSSIBILIDADE. É PODER-DEVER DO JUIZ, NA DIREÇÃO DO PROCESSO, PREVENIR OU REPRIMIR QUALQUER ATO CONTRÁRIO À DIGNIDADE DA JUSTIÇA. ADEMAIS, O OUTRO FUNDAMENTO AUTÔNOMO PARA NÃO RECONHECIMENTO DA LEGITIMAÇÃO, POR SER O ESTATUTO DA ASSOCIAÇÃO DESMESURADAMENTE GENÉRICO, POSSUINDO REFERÊNCIA GENÉRICA A MEIO AMBIENTE, CONSUMIDOR, PATRIMÔNIO HISTÓRICO, TAMBÉM PATENTEIA A AUSÊNCIA DE LEGITIMAÇÃO DA AUTORA PARA DEFESA DE INTERESSES COLETIVOS DE CONSUMIDORES.

1. As ações coletivas, em sintonia com o disposto no artigo 6º, VIII, do Código de Defesa do Consumidor, ao propiciar a facilitação da tutela dos direitos individuais homogêneos dos consumidores, viabilizam otimização da prestação jurisdicional, abrangendo toda uma coletividade atingida em seus direitos.

2. Dessarte, como sabido, a Carta Magna (art. 5º, XXI) trouxe apreciável normativo de prestígio e estímulo às ações coletivas ao estabelecer que as entidades associativas detêm legitimidade para representar judicial e extrajudicialmente seus filiados, sendo que, no tocante à legitimação, “[...] um limite de atuação fica desde logo patenteadado: o objeto material da demanda deve ficar circunscrito aos direitos e interesses desses filiados. Um outro limite é imposto pelo interesse de agir da instituição legitimada: sua atuação deve guardar relação com seus fins institucionais” (ZAVASCKI, Teori Albino. Processo coletivo: tutela de direitos coletivos e tutela coletiva de direitos. São Paulo: RT, 2014, p. 162).

3. É digno de realce que, muito embora o anteprojeto da Lei n. 7.347/1985, com inspiração no direito norte-americano, previa a verificação da representatividade adequada das associações (adequacy of representation), propondo que sua legitimação seria verificada no caso concreto pelo juiz, todavia, essa proposta não prevaleceu, pois o legislador optou por indicar apenas quesitos objetivos (estar constituída há pelo menos 1 (um) ano e incluir, entre suas finalidades institucionais, a proteção ao meio ambiente, ao consumidor, à ordem econômica, à livre concorrência ou ao patrimônio artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico). Com efeito, o legislador instituiu referidas ações visando

tutelar interesses metaindividuais, partindo da premissa de que são, presumivelmente, propostas em prol de interesses sociais relevantes ou, ao menos, de interesse coletivo, por legitimado ativo que se apresenta, ope legis, como representante idôneo do interesse tutelado (MANCUSO, Rodolfo de Camargo. Ação civil pública: em defesa do meio ambiente, do patrimônio cultural e dos consumidores - Lei 7.347/1985 e legislação complementar. 12 ed. São Paulo: revista dos Tribunais, 2011, p. 430).

4. Por um lado, é bem de ver que, muito embora a presunção iuris et de iure seja inatacável - nenhuma prova em contrário é admitida -, no caso das presunções legais relativas ordinárias se admite prova em contrário. Por outro lado, o art. 125, III, do CPC [correspondente ao art. 139, III, do novo CPC] estabelece que é poder-dever do juiz, na direção do processo, prevenir ou reprimir qualquer ato contrário à dignidade da Justiça. Com efeito, contanto que não seja exercido de modo a ferir a necessária imparcialidade inerente à magistratura, e sem que decorra de análise eminentemente subjetiva do juiz, ou mesmo de óbice meramente procedimental, é plenamente possível que, excepcionalmente, de modo devidamente fundamentado, o magistrado exerça, mesmo que de ofício, o controle de idoneidade (adequação da representatividade) para aferir/afastar a legitimação ad causam de associação.

5. No caso, a Corte de origem inicialmente alinhavou que "não se quer é a montagem de associações de gaveta, que não floresçam da sociedade civil, apenas para poder litigar em todos os campos com o benefício do artigo 18 da Lei de Ação Civil Pública"; "associações, várias vezes, surgem como máscaras para a criação de fontes arrecadoras, que, sem perigo da sucumbência, buscam indenizações com somatório milionário, mas sem autorização do interessado, que depois é cobrado de honorários". Dessarte, o Tribunal de origem não reconheceu a legitimidade ad causam da recorrente, apurando que "há dado revelador: supostamente, essa associação autora é composta por muitas pessoas famosas (fls. 21), mas todas com domicílio em um único local. Apenas isso já mostra indícios de algo que deve ser apurado. Ou tudo é falso, ou se conseguiu autorização verbal dos interessados, que entretanto nem sabem para que lado os interesses de tais entidades voam".

6. Ademais, o outro fundamento autônomo adotado pela Corte de origem para não reconhecer a legitimação ad causam da demandante, anotando que o estatuto da associação, ora recorrente, é desmesuradamente genérico, possuindo "referência genérica a tudo: meio ambiente, consumidor, patrimônio histórico, e é uma repetição do teor do art. 5º, inciso II, da Lei 7.347/85" tem respaldo em precedente do STJ, assentando que as associações civis necessitam ter finalidades institucionais compatíveis com a defesa do interesse transindividual que pretendam tutelar em juízo. Embora essa finalidade possa ser razoavelmente genérica, "não pode ser, entretanto, desarrazoada, sob pena de admitirmos a criação de uma associação civil para a defesa de qualquer interesse, o que desnaturaria a exigência de representatividade adequada do grupo lesado". (AgRg no REsp 901.936/RJ, Rel. Ministro LUIZ FUX, PRIMEIRA TURMA, julgado em 16/10/2008, DJe 16/03/2009)

7. Recurso especial não provido.³³

³³ REsp 1213614/RJ, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 01/10/2015, DJe 26/10/2015.

Cumpra realizar a seguinte indagação: quantas associações existem no Brasil, atualmente, que poderiam ser verdadeiramente consideradas idôneas e, portanto, possuir legitimidade ativa para propositura de ações civis públicas do mercado de capitais? Certamente, muito poucas.

Por esse motivo, o que se nota, na maioria das arbitragens coletivas em face de companhias abertas instauradas por associações, é que tais entidades são meramente de fachada, sem qualquer tipo de histórico de luta em prol do mercado de capitais e de seus investidores. Pelo contrário, são veículos utilizados por escritórios de advocacia que irão atuar como patronos da causa. Como será visto adiante, tal fenômeno é muito comum nas *securities class actions* dos Estados Unidos da América.

2.6. Inexistência de Dano Direto e Dificuldade de Quantificação

Caso, por amor ao debate, reconhecêssemos a legitimidade ativa de acionistas para propositura da ação de responsabilidade, outra questão culminaria o nexos causal necessário para a caracterização de eventual responsabilidade da companhia: não há qualquer ligação entre os atos ilícitos e o alegado dano sofrido pelos acionistas caracterizado pela queda na cotação das ações.

Antes de tudo, é mister uma análise do significado da cotação de determinada ação. Em apertada síntese, a cotação de uma ação significa o último preço praticado na bolsa de valores em determinado momento. Ou seja, a cotação representa qual foi o último valor pago por na compra e venda de determinado ativo. Por ser fruto direto da subjetividade do conceito de valor, a cotação de determinada ação está em constante modificação, pois reflete a quantidade de dinheiro que pessoas estão atribuindo ao bem em determinado momento, com base em trocas voluntárias.

A modificação na cotação de um ativo não tem, portanto, o condão de alterar sua essência, suas qualidades, características ou utilidade. A ação

detida por determinada pessoa (entendida como um título de sócio que confere participação no capital social de uma companhia) continua sendo a mesma, independente de quanto esteja a cotação naquele momento. Assim, a queda na cotação não funciona como uma avaria na ação, do mesmo modo que uma subida na cotação não representa uma benfeitoria. A cotação demonstra tão somente o quanto de dinheiro está sendo atribuído a ela em trocas voluntárias operadas entre pessoas, que podem estar sujeitas a uma infinidade de condições, termos e circunstâncias diferentes e específicas.

Uma queda na cotação significa dizer que o preço praticado em determinado momento é inferior ao último preço que havia sido praticado. Obviamente, quanto mais operações ocorrem com preços inferiores à operação anterior, mais acentuada é a queda na cotação. Isso significa dizer, ao final do dia, que uma queda na cotação de uma companhia aberta de grande porte – destas que enseja a instauração de um arbitragem coletiva – precisa reunir, no mínimo, algumas milhares de operações, cada uma sendo praticada por um preço inferior às últimas.

Se o dano alegado pelos acionistas é a queda na cotação, é correto dizer, de maneira mais objetiva, que o dano reside no fato de pessoas estarem praticando preços inferiores na compra e venda de suas ações. Se isso é verdade, então, teoricamente, quem estaria praticando o dano são as pessoas que figuram como parte de tais operações, pois são elas as autoras das condutas que – supostamente – geram um dano. Ou seja, o prejuízo aos acionistas é causado por quem negocia a ação e, portanto, tem capacidade de alterar a cotação. De fato, isso parece irrazoável.

Além disso, existem diversos fatores diferentes que impactam a formação do preço de determinada ação. Muitos deles sequer estão relacionados com a ação *per se* ou com a companhia. Como separar qual porcentagem da queda está relacionada aos fatos objeto da arbitragem e qual

porcentagem está relacionada a todos os demais fatores que influenciam os agentes que praticaram as operações no mercado?

Apenas a título de exemplo concreto, no caso da arbitragem movida em face do IRB – Brasil Resseguros, os fatos que ensejaram a instauração do procedimento arbitral foram divulgados no mesmo período em que se iniciava a pandemia da COVID-19 no Brasil. Todas as ações negociadas na bolsa brasileira sofreram uma drástica desvalorização neste mesmo período, culminando, inclusive, no fenômeno do *circuit-breaker* na B3, por diversas vezes. Como distinguir, nesse contexto, que parcela da desvalorização das ações de emissão da companhia foi fruto dos atos ilícitos objeto da arbitragem e qual parcela foi efeito da pandemia?

Entender a queda na cotação das ações como um dano pode, inclusive, levar a situações grotescas, como na seguinte hipótese: duas companhias abertas (Companhia A e Companhia B) possuem um mesmo grupo de pessoas na composição de suas respectivas administrações. Esse grupo, ao longo dos últimos anos, comandou, ao mesmo tempo, um grande esquema de desvio de recursos de cada uma das companhias, se apropriando de valores consideráveis, com a conseqüente fraude nas demonstrações financeiras. Após uma investigação, o esquema é descoberto e divulgado ao mercado simultaneamente.

Ocorre que, na véspera da descoberta do esquema, a Companhia B, coincidentemente, estava em tratativas finais de determinada operação que iria revolucionar seu negócio, tornando-a líder de mercado e proporcionando um crescimento exponencial ao longo dos próximos anos, cujo montante financeiro envolvido superava, em muito, aquele que foi objeto do esquema dos administradores. Assim, tanto o esquema quanto a operação acabam sendo divulgados ao mercado no mesmo período.

Assim, mesmo após a Companhia A e a Companhia B terem sido alvo da mesma conduta ilícita de administradores, e sofrendo, substancialmente,

o mesmo prejuízo financeiro, a cotação das ações de emissão de ambas teve comportamento completamente distinto: queda brusca na Companhia A e subida acentuada na Companhia B. A pergunta que se faz é: qual grupo de acionistas teria direito de buscar reparação por eventuais danos sofridos? Apenas os acionistas da Companhia A? Ou os acionistas de ambas as companhias?

A resposta que se mostra mais razoável é de que os acionistas de ambas as companhias teriam direito de pleitear uma indenização (sem prejuízo todas as discussões sobre legitimidade já desenvolvidas acima). Isso significa assumir, portanto, que o dano pela conduta ilícita não está no comportamento da cotação das ações, e sim no prejuízo financeiro causado diretamente pelos atos ilícitos em comento. O motivo é simples: para caracterização do nexo causal, é preciso haver ligação entre a conduta e o dano. E tal ligação nunca vai existir entre a conduta e a cotação das ações, pelo menos não de maneira direta.

Outras questões ainda se impõem em relação à quantificação do eventual dano em decorrência da queda na cotação das ações: qual o momento final para verificação dos efeitos dos atos ilícitos na cotação das ações? Qual o momento inicial, nos casos em que as informações não forem divulgadas de uma vez só? Se a ação voltar a subir e retomar os patamares anteriores à divulgação dos atos ilícitos, o acionista que ainda for titular terá direito à indenização? E como ela será calculada? Os problemas, como se depreende dos questionamentos anteriores, são diversos.

Entendendo o conceito de cotação, parece irrazoável supor que a queda na cotação de determinada ação representa, em qualquer nível, um dano ao seu titular, e muito menos um dano que mereça ser reparado. Ainda menos, um dano que mereça ser reparado pela companhia emissora da referida ação.

Não obstante, caso se entenda que a queda na cotação da ação é, em alguma medida, um dano causado ao seu titular, é preciso assumir que esse dano é meramente indireto ou reflexo, decorrente do dano direto que é suportado pelo patrimônio da companhia. E, por ser dano indireto, não é passível de indenização, no âmbito do regime especial de responsabilidade societário.

A opinião de Luiz Antônio Sampaio de Campos é no seguinte sentido:

“Nem sempre é fácil distinguir entre o dano direto e o dano indireto e, por essa razão, não raro propositalmente, acionistas propõem ação individual, reclamando por suposto dano direto, apesar de ser hipótese de dano indireto. Nesse sentido, muitas vezes os acionistas pretendem tratar a oscilação ou mesmo a perda na cotação de ações de uma companhia aberta como suposto dano direto e propor ação individual. Tal hipótese não é de ação direta. Em sentido similar, já decidiu, entre outros, o Tribunal Francês (Revue des Societes, 1970, nº 3, juillet-septembre)”³⁴

Ao se falar em queda na cotação das ações de uma companhia aberta causada por condutas irregulares cometidas por administrador, se caracterizaria, na realidade, uma situação na qual o dano direto é causado à companhia, de modo que os acionistas suportam apenas um dano indireto. Nesse cenário, é possível chegar a duas conclusões, quais sejam: (i) não faria qualquer sentido propor ação de responsabilidade em face da companhia, posto que significaria “penalizar a vítima”, ou seja, buscar uma reparação de quem, na realidade, deveria recebê-la; e (ii) caso fosse movida uma ação de responsabilidade em face de administrador, esta deveria ser uma ação social, em nome da companhia e buscando a reparação do seu patrimônio, e não uma ação individual, em favor do acionista.

Tratando a questão de maneira objetiva, o que tais arbitragens buscam é exigir reparação, por um dano indireto, a ser paga por quem, na realidade, sofreu o dano direto. É fato que essa dinâmica seria rejeitada de plano em qualquer outra circunstância, mas, por algum motivo, para alguns, o mercado

³⁴ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. Ação Social de Responsabilidade. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 911.

de capitais é um território “especial”, no qual as coisas não devem funcionar com base na racionalidade. Assim, muitos enxergam investidores como agentes completamente vulneráveis e hipossuficientes (mais, até, do que consumidores), e, portanto, merecedores de uma tutela capaz de superar as regras jurídicas e até morais mais óbvias.

Coloca-se, como exemplo, a seguinte hipótese: determinada “Empresa A” atua no setor de automóveis, comprando veículos de diversas montadoras – novos e usados – para, em seguida, revendê-los aos seus clientes (o que, analogamente, representaria um mercado secundário). Nesse contexto, a Empresa A decide comprar uma grande quantidade de carros da Montadora X, ciente da qualidade dos seus automóveis e da boa imagem que possui no mercado. Ocorre que, logo após tais aquisições, é divulgado um esquema de fraude e desvio de recursos milionários da Montadora X, praticado por determinados membros de sua administração.

Com a divulgação do escândalo, muitas pessoas ficaram incertas quanto à real saúde financeira da Montadora X, temendo que tal escândalo impactasse a produção de peças, continuidade dos automóveis, manutenção das lojas que prestam serviço de revisão e atendimento ao proprietário. Tal contexto provocou uma queda brusca no valor de revenda dos automóveis da Montadora X, dada a queda na demanda por tais produtos no mercado secundário, refletindo, inclusive, no preço de tais veículos segunda a Tabela FIPE.

A questão que se impõem, neste caso, é a seguinte: teria a Empresa A, na qualidade de detentora de veículo produzidos pela Montadora X, sofrido um dano em decorrência da queda nos preços praticados no mercado secundário por tais automóveis? Em caso positivo, tal dano seria direto? Em caso positivo, novamente, teria a Empresa A direito de exigir alguma indenização da Montadora X?

A única resposta razoável, para todos os questionamentos propostos acima, é “não”. Por outro lado, a resposta positiva para todos os questionamentos em questão resultaria em uma conclusão absurda, qual seja: a Montadora X, além de ter experimentado um dano patrimonial, após ser vítima de atos ilícitos cometidos por seus administradores, deveria, em decorrência dos mesmos atos – que ela não praticou, cumpre ressaltar –, indenizar todos aqueles que possuem veículos por ela produzidos. Por mais distante que tal cenário possa parecer, ele reflete exatamente o objetivo de arbitragens coletivas instauradas em face da companhia aberta, por seus acionistas, com base em atos ilícitos cometidos por administradores contra a própria companhia.

Nelson Eizirik aborda bem essa questão ao tratar do “*fraud-on-the-market theory*”, teoria aplicada no ordenamento jurídico dos Estados Unidos da América para tratar casos semelhantes – ou seja, de ilícitos envolvendo companhias com ações negociadas no mercado. O autor reconhece que o sistema norte-americano destoa de maneira acentuada do brasileiro, de modo que, apesar de tal ação ser potencialmente cabível nos Estados Unidos da América, a depender das circunstâncias, ela não possui previsão legal no ordenamento jurídico brasileiro, motivo pelo qual as arbitragens coletivas instauradas com base em argumentos análogos não merecem ser bem-sucedidas. O trecho a seguir resume bem a opinião de Nelson Eizirik:

“O ordenamento jurídico brasileiro, por sua vez, não prevê qualquer medida reparatória que possa ser movida por acionistas diretamente contra a companhia a fim de obter ressarcimento por danos causados ao seu próprio patrimônio. Além disso, diferentemente do que preceitua a *fraud-on-the-market theory* o autor da ação de responsabilidade no Brasil é obrigado a demonstrar o ato ilícito praticado, o dano e o nexo de causalidade. O prejuízo não pode ser presumido, deve ser certo e atual”.³⁵

2.7. Irracionalidade Econômica na Condenação da Companhia por Ilícitos Cometidos pelos Administradores

³⁵ EIZIRIK, Nelson. A “*fraud-on-the-market theory*” pode ser aplicada no direito societário brasileiro?. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 101.

Sem prejuízo de todos os argumentos de natureza jurídica já mencionados, condenar a companhia por condutas ilícitas cometidas por seus administradores – sobretudo quando ela, na realidade, sofre o dano direto – é, acima de tudo, irracional sob a perspectiva econômica. De um lado, porque diminui os riscos do administrador mal-intencionado, fazendo com que ele possua incentivos para realizar tais condutas. De outro lado, porque implica na dupla penalização da companhia, que, além de ter seu patrimônio afetado diretamente pelo ato ilícito, precisa, ainda, dispender recursos para indenizar os acionistas. Por fim, dada a penalização da companhia, pode-se dizer que, em última instância, há penalização dos próprios acionistas, de maneira indireta, através da participação que possuem no capital social da companhia – caracterizando-se um sistema circular de reparação, onde os acionistas indenizam a si próprios através da sociedade, o que, em uma situação ideal, resultaria em uma espécie de “jogo de soma zero”.

Na medida em que a companhia – assim como qualquer outra pessoa jurídica – constitui mera ficção criada pelo direito, ela não é capaz de praticar nenhum ato da vida real. Seu notável desenvolvimento histórico – culminando com a lapidação de um ente capaz de ser o centro de direitos e responsabilidades – não afasta o fato de que inexiste uma figura autônoma independente, criativa e autossuficiente corporificada em uma sociedade por ação. Consequentemente, todos os atos que são juridicamente praticados pela companhia, são, na realidade, feitos por uma pessoa física, em nome dela. Não há, portanto, elemento volitivo que justifique a companhia responder por ilícitos praticados deliberadamente por seus administradores.

Desse modo, é plenamente aceito o argumento de que, em termos de eficiência, é preferível responsabilizar e punir a pessoa física que cometeu – mesmo que em nome da companhia – o ato irregular, do que a pessoa jurídica em si. Exemplo cristalino é dado pela Securities and Exchange Commission, autoridade máxima do mercado de capitais norte-americano. Em seu relatório anual de 2018, a entidade explica os motivos pelos quais, no âmbito de sua

atividade sancionadora, prioriza a responsabilidade de indivíduos ao invés de pessoas jurídicas:

“Holding individuals accountable for wrongdoing is a key pillar of any strong enforcement program. Institutions act only through their employees, and holding culpable individuals responsible for wrongdoing is essential to achieving our goals of general and specific deterrence and protecting investors by removing bad actors from our markets.”³⁶

Nesse sentido, oportuna é a transcrição do voto do Diretor Gustavo Gonzalez no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM 16/2013:

“11. A questão que se coloca neste processo é, em última instância, a mesma que se apresenta nos processos sancionadores instaurados para apurar responsabilidade pela não elaboração ou entrega de informações periódicas e eventuais. Naqueles casos, há muito a CVM adota a política de não incluir as companhias emissoras no rol de acusados. Os processos sancionadores instaurados para apurar responsabilidade por infração ao artigo 100 são menos numerosos, mas também nesses casos a responsabilidade tem sido imputada aos administradores e não à companhia aberta.

12. Essa opção me parece correta não apenas por decorrer de uma interpretação sistemática da Lei nº 6.404/1976, como por, pelo menos, dois outros motivos.

13. O primeiro deles é que penalizar a companhia é, em última instância, onerar os seus acionistas por falhas que, materialmente, prejudicam a base acionária e, genericamente, o público investidor.

14. O outro é que tal posição exime de responsabilidade aqueles que, em última instância, deveriam diligenciar para que a companhia cumprisse com as obrigações fixadas na legislação e nos normativos editados pela CVM: os seus administradores. Como se sabe, a finalidade precípua do regime administrativo sancionador é o desincentivo de condutas irregulares.”³⁷

A tese econômica de que a reparação, por parte da companhia, de danos sofridos por acionistas implicaria em uma dupla penalização da primeira já foi devidamente demonstrada em sentença proferida no âmbito do denominado “Caso Banco Panamericano”³⁸, que envolveu fraude

³⁶ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Annual Report, Division of Enforcement. 2018. Disponível em <<https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2018.pdf>> Acesso em 20/11/2021.

³⁷ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190219_PAS_CVM_16_2013_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf>. Acesso em 20.11.2021.

³⁸ O “Caso Banco Panamericano” consistiu em fraudes contábeis nas demonstrações financeiras do Banco Panamericano S.A., praticada entre os anos de 2006 a 2010. As fraudes consistiam,

contábil. Em voto do relator do processo, confirmado pelo Tribunal, entendeu-se que:

“[...] A frustração do acionista com a queda do valor de suas ações, ainda que em decorrência de gestão ruinosa ou de conduta fraudulenta da administração da sociedade anônima, não torna a última responsável civilmente pelo prejuízo do acionista. A responsabilidade, no caso de dano direto, é do próprio administrador, conforme previsto no artigo 159, § 7º, da Lei n. 6.404/76. Os atos de gestão do administrador tendentes a causar danos sociais podem fundamentar a responsabilidade interna do primeiro perante a companhia ou a ação social. Tais danos sociais tendem a indiretamente causar prejuízos indiretos ao acionista, como no caso em comento, hipótese na qual não tem o último a ação contra a sociedade anônima, igualmente lesada pela administração irregular, sob pena de se impor à companhia duplo prejuízo, isto é, além dos danos sentidos em decorrência da má gestão, também o dever de indenizar os acionistas pelo dano indireto. A pretensão do requerente, se acolhida, importaria ainda na imposição a todos os acionistas, inclusive o próprio autor, na medida de sua participação, do ônus da reparação de seu prejuízo”.³⁹

Novamente, parece que, por algum motivo, a punição da pessoa jurídica ao invés do indivíduo é defendida, por alguns, apenas por estar inserida no âmbito do mercado de capitais. Em qualquer outra circunstância ou tipo de relação jurídica, seria difícil encontrar defensores da aplicação do mesmo racional. Imagine, por exemplo, situação parecida, ocorrida no setor público: é descoberto um esquema de corrupção, praticado pelo secretário de educação do Município X, que, ao longo do tempo, desviou recursos que deveriam ser utilizados para a construção de novas escolas públicas.

No contexto mencionado acima, três cenários são considerados como forma de buscar reparação por tais atos ilícitos, a saber: (i) o Município, que sofreu um prejuízo financeiro direto, tendo recursos de seu patrimônio desviados, vai a juízo buscar reparação em face do secretário; (ii) cada

basicamente, na contabilização de créditos que já haviam sido vendidos, como se ainda fossem ativos detidos pela instituição financeira, bem como registro de operações com valor maior do que aquele que havia sido efetivamente praticado, ou, ainda, a contabilização de determinadas operações por mais de uma vez. As fraudes em questão proporcionaram que o banco atingisse resultados financeiros bem superiores à realidade, culminando em uma subida acentuada na cotação das ações de sua emissão na bolsa de valores. No entanto, após a descoberta da fraude contábil, a cotação despencou.

³⁹ TJ-SP. APL n. 10890652920138260100/SP. Processo n. 1089065-29.2013.8.26.0100. Rel. Ramon Mateo Júnior, julgamento em 10 abr. 2015, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, publicação 14 abr. 2015. Disponível em <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=8369705&cdForo=0>>. Acesso em: 22/11/2021.

cidadão do município, sentindo-se lesado, decide propor uma ação individual em face do Município, para que o Município restitua, a cada um deles, a quota-parte ideal dos recursos que foram desviados; e (iii) cada família que, durante o período dos desvios, matriculou o filho em uma escola particular naquele Município, decide propor uma ação individual em face do Município, acreditando que sofreu um prejuízo, uma vez que, em decorrência dos desvios praticados pelo secretário, não houve criação de escolas suficiente ou aprimoramento das escolas existentes, obrigando-os a pagar uma escola particular.

As hipóteses (ii) e (iii) acima demonstram-se completamente irrazoáveis, sob as mais diversas perspectivas. A principal delas, cumpre ressaltar, reside no fato de que, em ambos os casos, o Município estaria sendo prejudicado duas vezes: primeiramente, ao ter seus recursos desviados pelo secretário, e, secundamente, ao ter que indenizar todos os cidadãos. É evidente, nesse sentido, que o Município é vítima e prejudicado direto pela conduta ilícita cometida por um de seus secretários, por mais que se possa argumentar que todos os cidadãos – que, por alguma perspectiva, podem ser considerados “proprietários indiretos” de tais recursos – tenham experimentado algum tipo de prejuízo, o qual, certamente, será reflexo ou indireto.

Em relação ao caráter circular da reparação dos danos por parte da companhia, sob a lógica econômica, todo prejuízo causado ao patrimônio da companhia afeta indiretamente o patrimônio de seus acionistas. Desse modo, pode-se dizer que cada real pago sob a forma de indenização é, em última análise, retirado do patrimônio dos acionistas, na proporção das ações que detêm no capital social da companhia. Essa dinâmica, engloba, inclusive, o acionista a quem está sendo paga a indenização. Desse modo, é possível afirmar que os acionistas estariam pagando a reparação a si mesmos, de maneira circular, tornando o regime de responsabilidade civil ineficaz.

Em um cenário ideal, no qual todos os acionistas da companhia ingressam com a ação exigindo reparação e obtêm uma indenização proporcional às suas respectivas participações, a indenização seria inócua, porque tudo aquilo que os acionistas receberiam diretamente, a título de indenização, seria perdido, indiretamente, em decorrência do gasto da companhia. No entanto, se tratando de companhia aberta, com milhares de acionistas espalhados no mercado e ações sendo negociadas a todo momento, não é isso que ocorre. Pelo contrário, como se depreende das arbitragens coletivas já instauradas, apenas uma pequena parcela de acionistas busca a reparação.

Eventual sucesso de tais acionistas em seus pleitos, culminaria no fenômeno conhecido como “pocket-shifting”. O pocket-shifting, em uma tradução literal para a língua portuguesa, significa uma “mudança de bolsos”. Na prática e para o fim ora analisado, o sentido é de que o dinheiro está saindo, indiretamente, do patrimônio da totalidade dos acionistas da companhia (titulares de ações no momento do pagamento da indenização) e entrando no bolso daqueles poucos acionistas que foram vitoriosos em seus pleitos. Tal entendimento também é sustentado por John Coffee Jr., professor da Columbia Law School, ao afirmar que:

“When damages are imposed the corporation, they essentially fall on diversified shareholders, thereby producing mainly pocket-shifting wealth transfers among shareholders.”⁴⁰

Isso significa dizer que um acionista que adquiriu ações de emissão da companhia durante o curso da ação de responsabilidade terá seu patrimônio indiretamente atingido para arcar com a indenização em benefício de um outro acionista, por conta de um ato ilícito cometido por um. A situação do acionista que já detinha as ações de emissão da companhia antes dos fatos é ainda pior, uma vez que ele é duplamente penalizado: na primeira vez, pelo

⁴⁰ COFFEE, John C., Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation (October 2006). Columbia Law and Economics Working Paper No. 293. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 20/11/2021.

dano causado pelo administrador ao patrimônio da companhia (do qual era titular, indiretamente, por sua qualidade de acionista); na segunda vez, quando a companhia precisa arcar com a indenização a ser paga aos acionistas litigantes (pelo mesmo motivo mencionado anteriormente).

Nos Estados Unidos da América, as *securities class actions* são alvo de severas críticas em decorrência do pocket-shifting, conforme bem notado pela doutrina:

“O modelo norte-americano de cumprimento forçado da legislação de mercado de capitais é, sob certa ótica, perverso, pois protege os acionistas sancionando os próprios acionistas, na medida em que a maior parte das indenizações pagas a investidores decorre de indenizações securitárias ou pagamentos feitos pela própria companhia, e que, em última análise, são indiretamente financiados pelos próprios acionistas. Ocorre assim o que se chama de pocket-shifting ou, numa tradução literal, mudança de bolsos”.⁴¹

Em sentido parecido:

“Desta forma, exigir que as próprias companhias assumam os custos decorrentes da reparação dos danos aos investidores prejudicados representa tão somente a internalização nas corporações e, indiretamente, em seus acionistas, da responsabilidade pela inobservância de deveres individuais de seus agentes”.⁴²

2.8. Prejuízos Colaterais Decorrentes das Arbitragens Coletivas Contra a Companhia Aberta

Torna-se ainda mais contraproducente o processo de reparação de danos por parte da companhia quando levados em consideração os ônus colaterais envolvidos no processo judicial ou arbitral, tais como: custas judiciais, taxas, despesas administrativas, honorários advocatícios, custos de oportunidade, impacto reputacional, dificuldade em atrair administradores, etc. Nesse sentido, medidas inadequadas de ressarcimento de danos podem ter um efeito pior que o problema, pois, uma eventual responsabilização da

⁴¹ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 90.

⁴² VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informativas em Companhias Abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; FREITAS, Marcus Henriques (coords.). Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p.298.

companhia, que seria suportada por seus próprios acionistas, somada aos custos oriundos de vias processuais, culminariam em um resultado global negativo. Ou seja, haveria mais prejuízo ao conjunto de acionistas do que reparação propriamente dita, sendo esta, ainda por cima, conferida a um grupo bem mais restrito.

Em se tratando de companhia aberta, é preciso somar, a esse cenário, um agravante: a certa queda na cotação das ações decorrente da mera existência da ação de responsabilidade em face da companhia. Tal processo, de fato, gera incertezas quanto à companhia, bem como um dano reputacional à sua imagem, interferindo na decisão de investidores.

Essa é a posição de John Coffee ao analisar as *securities class actions* nos Estados Unidos da América:

“To the extent that contemporary securities litigation imposes its costs almost exclusively on the corporation and its insurers, this system benefits three sets of actors: corporate insiders, plaintiff’s attorneys, and insurance companies – but not shareholders. Viewed in this way, the plaintiff’s attorney is less a champion of shareholders and more a participant in a process by which the parties shift liabilities created by corporate managers onto shareholders through the medium of costly insurance paid for by shareholders. Because the repeat players – managers, attorneys and insurers – all profit from this process, the outcome is usually the same: settlement”.⁴³

Ante o exposto, trata-se, inclusive, de outra faceta do fenômeno de pocket-shifting, na medida em que apenas alguns acionistas fazem jus à reparação de danos causados por divulgação de informação falsa ou enganosa, a companhia estaria indenizando esses acionistas à custa dos demais. Dessa forma, o que estaria havendo é uma “socialização” dos prejuízos, em que os prejuízos sofridos por alguns acionistas são efetivamente arcados pelos demais.

Os demais acionistas, que ainda não possuíam os papéis no período em que informações falsas ou enganosas circularam, estariam sendo

⁴³ COFFEE, John C., Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation (October 2006). Columbia Law and Economics Working Paper No. 293. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 20/11/2021.

penalizados por algo que não cometeram, sem poderem pleitear a mesma indenização que esteja sendo paga aos demais.

Neste sentido:

“Há que se observar, ainda, o enorme desvio de recursos e esforços das companhias ao serem demandadas na reparação dos investidores por suposta inobservância ao dever de informar. Os elevados valores dos acordos poderiam estar sendo efetivamente alocados em suas atividades produtivas, especialmente considerando serem relativamente menores quando comparados à depreciação dos investimentos em razão dessas demandas. Esses acordos acabam resultando em mera redistribuição arbitrária de recursos enquanto um mecanismo de Pocket-Shifting, isto é, uma mudança de bolsos: os acionistas que remanescerem na composição societária das companhias, ao assumirem os custos da indenização, transferem parte de seu patrimônio para compensar a perda dos investidores que propuseram a demanda reparatória. Assim, responsabilizar as próprias companhias penaliza duas vezes seus acionistas e falha em criar incentivos adequados para observância dos deveres informacionais pelos seus administradores”.⁴⁴

Em complemento:

“Não se pode admitir, em nome de supostas boas intenções, a criação de um modelo extravagante de “arbitragem coletiva societária”, sem equivalência em lugar nenhum do mundo, em detrimento da segurança jurídica e, mais especificamente, do desenvolvimento do mercado de capitais e do amadurecimento do ambiente de negócios no Brasil. Como apontado em recente artigo sobre o tema, trata-se de uma via transversa que, a pretexto de buscar mais efetividade na tutela dos direitos dos acionistas, pode gerar externalidades negativas significativamente maiores que seus supostos benefícios.”⁴⁵

Por fim:

“Contudo, esse anseio desmedido pela reparação financeira dos prejuízos auferidos pelos investidores têm ignorado importantes debates sobre os efeitos adversos da responsabilização dos próprios emissores de valores mobiliários. Estudos recentes vêm demonstrando que, empiricamente, as companhias demandadas apresentam elevada deterioração de sua rentabilidade e desempenho, bem como redução da eficiência operacional e elevação de custos operacionais, com aumento da

⁴⁴ VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; FREITAS, Marcus Henriques (coords.). Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 304.

⁴⁵ VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. Responsabilização dos emissores por falhas informacionais – Reparação aos investidores ou destruição de valor?. Artigo publicado no portal Jota em 6 de agosto de 2019. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/responsabilizacao-dos-emissores-por-falhas-informacionais-06082019>>. Acesso em 20/11/2021.

probabilidade de que venham a sofrer execuções financeiras ou eventualmente enfrentarem processos de falência.⁴⁶

⁴⁶ VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. Responsabilização dos emissores por falhas informacionais – Reparação aos investidores ou destruição de valor?. Artigo publicado no portal Jota em 6 de agosto de 2019. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/responsabilizacao-dos-emissores-por-falhas-informacionais-06082019>>. Acesso em 20/11/2021.

3. A Divergência Doutrinária

Apesar do ordenamento jurídico pátrio ser claro quanto às regras aplicáveis ao regime de responsabilidade societário e da evidente racionalidade com base na qual ele se institui, há uma corrente doutrinária ativista que discorda de boa parte das conclusões do presente trabalho. Ao longo dos próximos parágrafos, busca-se expor as principais falhas nos argumentos defendidos por seus representantes.

De modo geral, a referida corrente defende que (i) a companhia deve ser responsabilizada pelos atos de seus administradores, mesmo quando praticados com culpa, dolo ou em violação à lei ou ao estatuto social; (ii) os acionistas possuem legitimidade ativa para propor ação e buscar reparação em face da companhia; (iii) as associações civis também possuem legitimidade ativa, inclusive para instaurar o procedimento arbitral, com base na cláusula compromissória do estatuto social.

O advogado e doutrinador Modesto Carvalhosa é citado como um dos mais expressivos representantes da corrente doutrinária ora analisado, atuando, inclusive, como patrono de diversas arbitragens movidas por acionistas e associações contra companhias abertas. Um de seus argumentos basilares para construir sua tese é o fato de a companhia aberta captar recursos do público em geral, o que, segundo ele, enseja a aplicação de um regime de responsabilidade diferenciado daquele previsto na legislação. O trecho abaixo resume sua visão:

“Enquanto a sociedade anônima fechada é baseada no **interesse particular** dos sócios que a constituíram, na companhia aberta prevalece a tutela do **interesse coletivo**, tendo em vista que as mesmas apelam à poupança popular, disponível no mercado de capitais.”⁴⁷

No mesmo sentido, complementa o autor:

⁴⁷ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e CARVALHOSA, Modesto. A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 28.

“Diante do seu caráter institucional e do interesse do público investidor envolvido, a companhia aberta é considerada uma **organização**, com diversos centros de imputação de poderes-deveres, que formam a vontade da sociedade e a representam. Esta vontade social é, em particular, manifestada pelos órgãos administrativos e representativos da pessoa jurídica, de modo que os atos deles são os próprios atos da companhia.”⁴⁸

A aplicação de regras diferenciadas às companhias abertas, sem qualquer amparo legal, pelo único fato de captarem recursos da poupança popular não merece razão. Em primeiro lugar, porque cria uma enorme insegurança jurídica, uma vez que, por se tratar de característica indissociável da companhia aberta, permitiria a deturpação de toda e qualquer regra com base nesse argumento.

Em segundo lugar, porque a legislação já prevê expressamente quais regras são específicas para as companhias abertas, quando o legislador assim entendeu necessário. Nesse sentido, são diversos os exemplos existentes na Lei n° 6.404/76, tais como: (i) vedação à emissão de partes beneficiárias (art. 47, parágrafo único); (ii) competência da assembleia geral para deliberar sobre a celebração de transações com partes relacionadas e alienação de ativos (art. 122, X); e (iii) vedação de cumulação do cargo de presidente do conselho de administração e diretor-presidente (art. 138, §3°). Em todos esses casos, o legislador – seja na edição da lei, em 1976, ou em reformas posteriores, inclusive a mais recente, através da Lei n° 14.195/2021 – se preocupou em deixar claro qual a regra específica aplicável às companhias abertas. Pode-se afirmar, portanto, que se trata de um rol taxativo de regras, não admitindo, portanto, a aplicação de outras, criadas por “entendimentos doutrinários”, por assim dizer.

Modesto Carvalhosa, no último trecho reproduzido, também afirma que os órgãos societários da companhia são responsáveis por formar a vontade da sociedade e a representar, de modo que os atos praticados por tais

⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e CARVALHOSA, Modesto. A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 29.

órgãos são os próprios atos da companhia. A afirmação em si está correta, mas o doutrinador aparenta esquecer a importante ressalva prevista no art. 158 da Lei n° 6.404/76, segundo a qual o administrador responde civilmente pelos prejuízos que causar agindo com culpa, dolo ou em violação à lei ou ao estatuto social. Assim, a conclusão de que a companhia sempre irá responder pelos atos de seus administradores é equivocada, ignorando a preocupação do legislador em diferenciar os atos praticados pelos administradores em nome da companhia e aqueles que devem ser considerados como pessoais. Essa regra, por óbvio, não afasta o conceito geral de representação da companhia por seus órgãos, mas não pode ser deixada de lado quando se debate o tema da responsabilidade civil societária.

Outro aspecto que gera bastante confusão na tese sustentada pela referida corrente doutrinária é a legitimidade passiva da ação civil pública do mercado de capitais. Seus integrantes defendem que a Lei n° 7.913/89 prevê que a ação será proposta em face da companhia aberta, como se depreende do trecho a seguir:

“Esta norma constitucional foi regulamentada, no ano seguinte, pela Lei 7.913, de 07/12/1989, que estabelece a indenização do investidor prejudicado, além da ação civil pública de responsabilidade contra as companhias abertas por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.

Segundo esta Lei, as companhias devem ser condenadas a indenizar os acionistas de mercado por danos decorrentes, entre outros razões, da omissão de informação relevante, e do fornecimento de informações falsas, tendenciosas ou incompletas ao mercado.”⁴⁹

O equívoco identificado na argumentação acima é duplo. O primeiro reside no fato de que nenhum dispositivo da Lei n° 7.913/89 versa sobre a legitimidade passiva da ação civil pública do mercado de capitais. Não há, portanto, nenhuma regra que indique que a ação deva ser movida em face da

⁴⁹ CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e CARVALHOSA, Modesto. A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 35.

companhia aberta, sendo esta uma mera conjectura criada por parte da doutrina.

Assim, na ausência de uma regra específica sobre a legitimidade passiva, a ação civil pública do mercado de capitais deve ser proposta contra aquele que cometeu a conduta que será objeto de apuração (ou, em outras palavras, o autor do dano), como é a regra geral da responsabilidade civil. Para identificá-lo, é necessário buscar amparo na legislação societária que rege as relações e obrigações que envolvem os atos em relação aos quais pode ser movida a ação civil pública.

Entra em cena, portanto, o segundo erro identificado no excerto acima, qual seja, de que a obrigação de divulgar fato relevante é da companhia e, conseqüentemente, a falha em cumprir com tal obrigação deve ser imputada a ela. Tal erro, cumpre ressaltar, é quase unânime dentre aqueles que defendem a corrente doutrinária em análise, como se depreende da seguinte passagem escrita por Fernando Kuyven:

“Não é por outra razão que foi editada a Lei 7.913/89, que prevê, justamente, a demanda coletiva de investidores em face da companhia que divulgou informações enganosas.”⁵⁰

Conforme já mencionado neste trabalho, a obrigação de divulgar informações ao mercado – principalmente fatos relevantes – acerca da companhia aberta é do seu diretor de relações com investidores, nos termos do art. 45 da Instrução CVM nº 480/09 e no art. 3º da Resolução CVM nº 44/2021. Assim, a omissão na divulgação de informações, ou a divulgação de informações incompletas ou falsas deve ser imputada ao referido administrado, via de regra.

Não obstante, caso uma informação falsa ou enganosa sobre a companhia tenha sido divulgada por outro administrador especificamente,

⁵⁰ KUYVEN, Fernando. ARBITRAGEM COLETIVA E RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA ABERTA. In: MONTEIRO, André Luís; SETOGUTI, Guilherme; BENEDENUZI, Renato. Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 149.

este terá, provavelmente, agido em dissonância com suas atribuições, sendo pessoalmente responsável pelos danos que vier a causar, nos termos do art. 158 da Lei nº 6.404/76. Neste caso, a ação competente poderá ser movida em face dele.

Grande parte da tese construída pelos defensores da corrente doutrinária em questão é composta por argumentos puramente utilitaristas. Em outras palavras, busca-se justificar a manifesta distorção do regime de responsabilidade societário e das demais normas aplicáveis com base na suposta criação de “um mercado de capitais mais justo” ou, ainda, na “busca pela única alternativa possível para obter ressarcimento dos danos causados”.

Antes de adentrar ao mérito de tais argumentos, é salutar alertar que, por trás da aparente “boa intenção” de alguns doutrinadores, pode haver um interesse econômico em defender a legalidade das arbitragens coletivas movidas por acionistas em face da companhia aberta. Muitos advogados que militam por esta “causa” também figuram como patrono de acionistas e associações nos procedimentos arbitrais em curso no Brasil. Como será explorado adiante, essa dinâmica é extremamente comum nas *securities class actions* dos Estados Unidos da América, nas quais os advogados figuram como maior interessado – e beneficiado – pela existência de tais processos.

Retornando à análise dos argumentos utilitaristas, cumpre exemplificá-los através da reprodução de alguns trechos da doutrina. Nesse sentido, Fernando Kuyven afirma:

“Não se vislumbra, por óbvio, como um investidor que sofreu perda de 10 mil reais pudesse ter condições de instaurar uma arbitragem individual para buscar indenização pelo dano sofrido. A tutela só pode ser viabilizada se for pleiteada coletivamente.”⁵¹

Seguindo a mesma linha, Modesto Carvalhosa:

⁵¹ KUYVEN, Fernando. ARBITRAGEM COLETIVA E RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA ABERTA. In: MONTEIRO, André Luís; SETOGUTI, Guilherme; BENEDENUZI, Renato. Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 146.

“Sob pena de tornar inócua a previsão de um direito, a existência deste deve sempre ser acompanhada de meios para exercê-lo. De nada adiantaria estabelecer um direito e o correspondente dever, se o mesmo legislador que o criou não garantir a ação para exigir a sua observância.”⁵²

Os trechos em questão demonstram que, na ausência de argumentos construídos com base na legislação pertinente, os doutrinadores se apoiam na suposta “ineficácia” das regras previstas na Lei nº 6.404/76. Com isso, buscam subverter a lógica do regime de responsabilidade societário, especialmente no que diz respeito à legitimidade passiva da ação de responsabilidade.

Teses construídas, ao arrepio da lei, sob a justificativa de que as regras existentes no ordenamento jurídico são falhas causam enorme insegurança jurídica. No caso da apuração de responsabilidade no âmbito das companhias abertas, essa insegurança pode resultar em diversas consequências negativas. Uma delas é dificultar a atração de bons profissionais para atuarem como administradores, por não possuírem uma visibilidade clara dos riscos envolvidos. Como consequência, a contratação de bons administrados passará a ser mais onerosa. Por fim, outra dificuldade que se vislumbra é a precificação de seguros de responsabilidade civil (denominados de “D&O”) e contratos de indenidade.

Outro argumento utilitarista bastante utilizado é a dificuldade de que o ressarcimento cabível seja suportado por administradores, os quais, por óbvio, possuem um patrimônio menor do que as companhias. Neste sentido:

“A questão da responsabilidade da sociedade anônima pelos atos de seus administradores que causam prejuízos a terceiros ou aos acionistas é de fundamental importância, posto que, muito seguidamente, os dirigentes, pessoas físicas, não podem suportar os ônus financeiros decorrentes de sua responsabilidade civil, tornando-a, assim inócua.”⁵³

⁵² CARVALHOSA, Modesto. Parecer Jurídico. In: WALD, Arnoldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e CARVALHOSA, Modesto. A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 36.

⁵³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; PARENTE, Flávia; e HENRIQUE, Marcus. Mercado de Capitais. Regime Jurídico. 3ª edição. Renovar, 2011, p.502.

A utilização de argumentos desse tipo na aplicação das normas previstas no ordenamento jurídico geraria, de fato, uma enorme insegurança jurídica. Não haveria qualquer clareza em relação à legitimidade passiva, pois sempre se poderia buscar a reparação de danos por terceiros, com base no argumento de que o verdadeiro autor e responsável não tem condições de arcar com a reparação devida.

Na mesma linha dos argumentos utilitaristas, muitos defensores desta corrente doutrinária afirmam que a deturpação do regime de responsabilidade societário, na tentativa de aproximá-lo das *securities class actions* existentes nos Estados Unidos da América, é benéfico para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, tendo, inclusive, a capacidade atrair mais investidores. É o que expõe Fernando Kuyven:

“É inequívoco que essa situação gerou relevante fuga de capitais do mercado brasileiro, assim como a depreciação dos ativos das companhias nacionais, diante da percepção do investidor, sobretudo estrangeiro, da ausência de mecanismos efetivos de cumprimento das normas de mercado. Outro efeito verificado nesse período foi a exigência por parte de investidores estrangeiros de que os novos IPOs de companhias brasileiras fossem realizados em Nova Iorque, justamente para que eles pudessem ter a segurança jurídica de acesso a uma tutela jurisdicional efetiva em caso de novas fraudes praticadas pelas companhias brasileiras.”⁵⁴

Não se pretende questionar se a existência de um regime de responsabilidade baseado na responsabilização da companhia pelos atos dos administradores, por meio de ação movida por acionistas ou associações, é benéfica ou não para o mercado de capitais. Tampouco, discutir a relação entre tal regime e a atração de investidores e qual sua real magnitude. Trata-se de debate pouco proveitoso, posto que impossível de ser respondido com dados concretos, por se tratar de mera conjectura sobre cenários hipotéticos.

No entanto, chama a atenção o fato de que existem diversas outras questões mais relevantes no mercado de capitais brasileiro, bem como

⁵⁴ KUYVEN, Fernando. ARBITRAGEM COLETIVA E RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA ABERTA. In: MONTEIRO, André Luís; SETOGUTI, Guilherme; BENEDENUZI, Renato. Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 146.

reformas necessárias para o seu aprimoramento, e que, por algum motivo, não recebem a mesma atenção e apoio.

Apenas a título de exemplo, apenas recentemente, através da edição da Lei nº 14.195/2021, o ordenamento jurídico pátrio passou a permitir a criação de “*dual-class shares*”, ou, em outras palavras, ações ordinárias com voto plural. Trata-se de importante avanço para o mercado de capitais e para a atração de investidores, que, no entanto, foi implementado muito tardiamente⁵⁵. A imensa maioria das grandes economias já adota esse sistema há muito tempo e, durante esse período, diversas companhias brasileiras optaram por realizar sua oferta de ações nos Estados Unidos da América, se aproveitando das *dual-class shares*. Mesmo assim, não foi possível identificar uma defesa tão efusiva de sua adoção no Brasil, salvo por alguns poucos advogados e doutrinadores.

Diversos outros problemas merecem ser discutidos, principalmente no que diz respeito à insegurança jurídica, excesso de regras, limitações e obrigações regulatórias, intervenção estatal no mercado de capitais e nas companhias – seja pelo poder judiciário ou pela própria Comissão de Valores Mobiliários –, dentre outros. Espera-se, portanto, o mesmo empenho que alguns possuem para defender as arbitragens coletivas em face da companhia aberta.

⁵⁵ Cumpre ressaltar que, além de ter sido adotado tardiamente, o voto plural, no Brasil, possui uma série de restrições e limitações à sua utilização, o que resulta em uma diminuição expressiva de sua utilidade e atratividade para as companhias.

4. Securities Class Actions e Derivative Actions Nos Estados Unidos da América

4.1. Conceito de Securities Class Actions

Sabe-se que boa parte desta onda de arbitragens coletivas em face da companhia aberta no Brasil decorre, diretamente, do exemplo encontrado nas *securities class actions* dos Estados Unidos da América. Tal fenômeno se fortaleceu, ainda mais, após o caso da *securities class actions* envolvendo a Petrobras, cujo acordo que encerrou o procedimento foi assinado no início do ano de 2018. Assim, para melhor compreensão do tema das arbitragens coletivas no Brasil, é importante traçar um panorama geral do exemplo norte-americano, bem como apontar as principais diferenças perante o regime de responsabilidade societário existente no Brasil.

Dentro do ordenamento jurídico norte-americano, as *securities class actions* são um tipo de class actions, denominação dada a ações coletivas de um modo geral, que podem versar sobre os mais diversos assuntos – dentre os quais se destaca a relação de consumo. Além disso, importante destacar que, a despeito do sistema jurídico americana ser baseado no federalismo, de modo que cada Estado possui leis próprias bastante abrangentes e tribunais com competência para julgar um amplo rol de matérias, as *securities class actions* são, via de regra, reguladas pela legislação federal e julgadas também a nível federal.

As principais regras que julgam as *securities class actions* são o Securities Act de 1933 – notadamente, as Seções 11 e 12(a)(2) –, a Regra 10b-5 editada pela Securities Exchange Commission, com fulcro na Seção 10b do Securities Exchange Act de 1934 e, principalmente, a Federal Rule 23, com suas posteriores alterações.

A criação de regras específicas para as *securities class actions* está diretamente ligada à reivindicação por uma alternativa de tutela indenizatória

capaz de driblar os altos custos incorridos no ajuizamento de ações dentro do sistema legal norte-americano. Nesse sentido, via de regra, tais custos costumavam afastar os pequenos investidores que sofriam prejuízos de baixo valor individual, o que, ao final das contas, livrava os responsáveis de arcar com indenizações que, no agregado, seriam bastante significativas. Como solução, criou-se a referida tutela coletiva indenizatória de baixo custo.

Ocorre que, a despeito da boa intenção por trás das *securities class actions*, ao longo do tempo, tal tutela passou a provocar um efeito extremamente negativo para o mercado de capitais norte-americano. Se aproveitando do baixo custo para seu ajuizamento e condução, tais ações coletivas passaram a ser instrumento de abusos por parte de entidades e advogados interessados em obter proveito econômico das *securities class actions*. Houve, nesse contexto, um ajuizamento em massa de *securities class actions* sem fundamento jurídico, em descumprimento à legislação aplicável e repletas de fraude em documentação. Como resposta, os tribunais norte-americanos passaram a analisar tais ações com maior rigidez, conforme descrito por André Vasconcelos Roque:

“Diante desse cenário, e das críticas sobre a nocividade na utilização abusiva das class actions, parte dos tribunais estadunidenses passou a adotar, a partir da segunda metade da década de 90, uma postura mais rígida em relação à propositura de demandas coletivas”.⁵⁶

4.2. Requisitos de Admissibilidade das Securities Class Actions

Diante desse contexto, foi necessária, inclusive, a criação de regras mais rígidas para o ajuizamento das *securities class actions*, da qual se destaca o Private Securities Litigation Reform Act, promulgado pelo Congresso dos Estados Unidos da América em 1995. Dentre tais regras, destaca-se a criação de novos requisitos de admissibilidade para as *securities class actions*. Também merece citação o Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, cuja maior contribuição foi fixar a competência da

⁵⁶ ROQUE, André Vasconcelos. Class Action – Ações Coletivas nos Estados Unidos: o que podemos aprender com eles? Salvador: Editora JusPodivm, 2013, p.67.

jurisdição federal para julgar a maior parte das *securities class actions*, principalmente aquelas envolvendo as grandes companhias abertas norte-americanas, com papéis negociados na NASDAQ e na NYSE.

Os problemas envolvendo o ajuizamento de *securities class actions* abusivas e predatórias não foi resolvido mesmo com todo o esforço de reforma legislativa empreendido ao longo da década de 1990. Assim, nos primeiros anos do século XXI, as companhias abertas norte-americanas continuam sofrendo com ganância de acionistas, entidades e advogados que, através de *securities class actions* manifestamente improcedente, buscavam arrancar acordos e obter, para si, uma parcela dos valores envolvidos. Nesse contexto, o Congresso norte-americano promulgou o Class Action Fairness Act, em 2005, com mudanças no U.S. Code que introduziram novas regras para ajuizamento das ações coletivas do mercado de capitais.

Um aspecto importante das *securities class actions* dos Estados Unidos, que está intimamente ligada com o sistema de *common law* adotado no país e a própria organização do seu ordenamento jurídico, é o fato de que a imensa maioria das ações deste tipo são encerradas em acordo, sem julgamento do mérito pelo tribunal competente. Tal fato enseja a aplicação de regras específicas que visam a diminuir a celebração de acordos temerários, nos quais apenas os advogados dos autores são beneficiados, e os acionistas, em si, recebem valores irrisórios. Além disso, o fato de o ordenamento jurídico norte-americano ser construído com base na facilidade de encerramento das demandas através de acordos torna impossível a transposição do sistema de *securities class actions* para a realidade brasileira. Trata-se de um dos motivos que explica o fracasso da tentativa de transposição das *securities class actions* para o Brasil, como demonstrado ao longo deste trabalho.

Uma das etapas mais importantes na tramitação de uma *securities class actions* é sua certificação como tal, o que ocorre logo após o seu

ajuizamento. Nesta etapa, o juízo irá verificar o preenchimento dos requisitos necessários para a caracterização de uma ação coletiva do mercado de capitais, conforme as regras aplicáveis a esse tipo de demanda. Assim, nos termos do Federal Rule 23(a), só será considerada uma *securities class action* a demanda na qual: (i) o número de membros do grupo vier a tornar impraticável a formação de um litisconsórcio (*numerosity*); (ii) houver questão comum de fato ou de direito entre os membros da classe (*commonality*); (iii) a pretensão do representante for típica da classe, ou seja, guardar identidade com as pretensões dos demais membros; e (iv) o representante for habilitado para adequadamente proteger os interesses da classe (*adequacy of representation*).

Sem querer adentrar no mérito e nas discussões específicas relacionadas a cada um dos requisitos descritos acima, cumpre ressaltar que, tal como ocorre no ordenamento jurídico brasileiro em relação às ações civis públicas, há uma clara preocupação com a adequação da entidade que pretenda representar os acionistas. No caso norte-americano, tal preocupação tem fulcro na própria experiência jurisprudencial, que demonstrou a capacidade de que as *securities class actions* possuem de serem utilizadas como instrumento para enriquecimento de advogados e entidades. No Brasil, ao passo que crescem as arbitragens coletivas, tal preocupação deveria ser pauta das discussões relacionadas ao tema.

Outra característica importante das *securities class actions* é que seu ajuizamento só pode ser realizado quando for a melhor alternativa para garantir a indenização pelos ilícitos cometidos. Nesse sentido, ao comentar a regra estabelecida na alínea (b)(3) da Federal Rule 23, Guilherme Caramês comenta o seguinte:

“E, neste sentido, a alínea (b)(3) da Federal Rule 23 dispõe que a certificação somente acontecerá quando as questões de fato ou de direito comuns ao grupo predominarem sobre as questões individuais de seus membros, devendo também

as class action ser um método superior a outros disponíveis para a adequada e eficaz resolução da controvérsia.⁵⁷

O requisito de que a *class action* seja mais adequada do que outra forma de judicialização da controvérsia disponível no ordenamento jurídico também poderia ser aplicado no sistema brasileiro. Assim, de forma análoga, parece razoável que a ação civil pública do mercado de capitais apenas seja cabível quando a ação civil de responsabilidade não possa ser ou não seja, por algum motivo, levada adiante. No entanto, o que se verifica, na prática, é o contrário: arbitragens coletivas movidas por associações em face da companhia são instauradas mesmo após a companhia já ter aprovado e instaurado arbitragem em face do administrador que cometeu ato ilícito, com base no regime de responsabilidade societário.

4.3. Caracterização e Quantificação do Dano nas Securities Class Actions

As securities class actions norte-americanas podem ser divididas em dois grandes grupos, a saber: (i) aquelas que versam sobre atos ilícitos e fraudes cometidos quando a companhia já realizou uma oferta pública de valores mobiliários, e, portanto, as ações são negociadas, entre diversos agentes, no mercado secundário; e (ii) aquelas que versam sobre irregularidades nas informações disponibilizadas para fins da realização de uma oferta pública inicial de valores mobiliários. O primeiro grupo, cuja legislação aplicável é a Regra 10b-5 da Securities and Exchange Commission, se aproxima mais das arbitragens coletivas de que trata este trabalho, e, portanto, serão analisadas com maior profundidade.

Nos casos envolvendo fraude e atos ilícitos no geral que afetam as negociações realizadas no mercado secundário, dois elementos são

⁵⁷ CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.44.

necessários para a responsabilização do réu: (i) *reliance*; e (ii) quantificação do dano.

O *reliance* pode ser definido como o vínculo causal entre a operação realizada no mercado secundário e as informações distorcidas ou omissas disponibilizadas sobre a companhia envolvida na controvérsia. Ou seja, trata-se da conexão específica entre uma informação e o dano sofrido pelos investidores. Ocorre que, como já visto, a jurisprudência norte-americana consolidou a denominada “*fraud-on-the-market theory*”, segundo a qual presume-se que, em um mercado aberto e desenvolvido, os preços obrigatoriamente refletem as informações disponíveis, e, portanto, existindo informação falsa em circulação, todas as negociações realizadas no período foram afetadas por ela. No entanto, como se sabe, tal teoria não é aceita no Brasil, por absoluta inexistência de previsão legal neste sentido, o que torna, mais uma vez, difícil a transposição do regime das securities class actions ao ordenamento jurídico pátrio.

Em relação à quantificação do dano, cabe aos autores das securities class actions demonstrar a ocorrência e extensão dos prejuízos sofridos em decorrência das negociações realizadas durante o período em que informações falsas ou omissas estavam circulando no mercado. Nesse contexto, diversos são os desafios que se impõem aos autores para obterem sucesso em tal comprovação. O primeiro, objeto de diversas discussões em ações do tipo, é a necessidade de demonstrar qual seria o preço ideal, na ausência de tais informações falsas ou omissas, a fim de possibilitar a comparação com o preço efetivamente praticado durante período, e, portanto, a identificação dos prejuízos. Assim, a jurisprudência norte-americana, por vezes, reconheceu a dificuldade de pleitear uma indenização, nestes casos, com base na mera queda na cotação das ações, principalmente pelo fato da volatilidade natural e inerente de valores mobiliários negociados em mercado secundário, conforme já exposto neste trabalho. Sobre o assunto, cumpre mencionar Guilherme Caramês:

“Neste sentido, e tal como destacado pela Suprema Corte em *Dura Pharms*, quanto maior fosse o período de perpetuação da fraude, maior seria a potencial interferência de fatores alheios ao ilícito sobre o preço dos valores mobiliários atingidos, ampliando a relevância de questões individualizadas e pontuais para a apuração dos prejuízos”.⁵⁸

Tal dificuldade levou o sistema norte-americano a criar e aprimorar diversas regras, métodos e mecanismos aplicáveis à apuração dos danos pleiteados em sede de securities class actions. A título de exemplo, cumpre destacar o *ninety-day look-back*, conforme bem resumido por Guilherme Camarês:

“Contudo, ainda mais relevante, é a previsão no PSLRA do assim denominado ninety-day look-back, dispositivo que estabelece o prazo de noventa dias após o desvelar do ilícito para que o investidor retorne ao status quo anterior à operação atingida (compra ou venda do valor mobiliário). Do contrário, se o investidor não proceder deste modo, a indenização devida por cada valor mobiliário ficaria limitada à diferença entre o seu preço na data da operação atingida e a média do preço de comercialização do nonagésimo dia após o disclosure.”⁵⁹

Além do *ninety-day look-back*, diversas outras regras caracterizadoras e limitadoras da liquidação dos danos individuais foram criadas ao longo da experiência norte-americana das securities class actions. As principais dizem respeito à delimitação de qual seria o denominado “*class period*”, isto é, período de tempo responsável por definir quem são os titulares de valores mobiliários afetados pelos atos ilícitos cometidos.

Assim, em breve síntese, consolidou-se na jurisprudência norte-americana a noção de que o *class period* se inicia a partir do momento em que há a primeira informação falsa ou omissa e se encerra quando tal informação é corrigida perante o mercado. Portanto, só possuem legitimidade para obter ressarcimento através das securities class actions aqueles que realizaram operações durante o referido período. No Brasil, como se sabe, inexistente regra semelhante, tornando extremamente difícil a verificação da legitimidade ativa de investidores que ingressam com arbitragens coletivas.

⁵⁸ CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.84-85.

⁵⁹ CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.90.

Impera, sobre isso, o entendimento de que seria legítimo para figurar no polo ativo do procedimento arbitral qualquer pessoa que tenha sido titular das ações de emissão da companhia objeto após a divulgação do ato ilícito. Nota-se, portanto, que, mais uma vez, os sistemas jurídicos se distanciam de maneira considerável, o que dificulta a utilização da *securities class action* norte-americana como modelo para as arbitragens coletivas brasileiras.

Outras regras importantes visam a separar a desvalorização causada pelos atos ilícitos daquela causada por fatores alheios, naturais do mercado e que ocorreriam de qualquer forma. Trata-se de um dos grandes problemas identificados na quantificação dos danos nas *securities class actions*, e, como não poderia ser diferente, das arbitragens coletivas instauradas por acionistas no Brasil. Sobre isso, Guilherme Camarês:

“Neste sentido, inclusive, há que se destacar a ratificação feita pela Suprema Corte, em *Dura* (2005), do critério trazido pelo PSLRA sobre a limitação do pedido indenizatório àquelas perdas que efetivamente estivessem vinculadas ao ato ilícito e não a outras condições de mercado. A interferência sobre o preço dos valores mobiliários criada pelas condições gerais da economia, ou por expectativas específicas do ramo de negócios da companhia em questão, ou ainda por qualquer outro evento não relacionado ao ilícito, deve ser desconsiderada para fins indenizatórios.”⁶⁰

Assim, nas *securities class actions*, cabe aos investidores o ônus de apresentar uma espécie de cálculo demonstrando a queda na cotação decorrente dos atos ilícitos de maneira “líquida”, ou seja, já desconsiderando os demais fenômenos mercadológicos. A importância desse mecanismo dentro da lógica da tutela coletiva do mercado de capitais é enorme, uma vez que, na sua ausência, a judicialização de questões envolvendo valores mobiliários poderia funcionar como uma espécie de “apólice de seguro” para investidores, como bem apontado por Adam Hakki e Stuart Baskin⁶¹, ou, ainda, verdadeiros mecanismos de hedge.

⁶⁰ CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. *A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.91.

⁶¹ HAKKI, Adam; BASKIN, Stuart; e. al. Chapter 4 – Damages. In: *Litigating Securities Class Actions*. Org. EISENBERG, Jonathan. Ed. LexisNexis. 2015. Kindle Book. Tópico §4.02[1][c].

Assim, são diversos os modelos teóricos desenvolvidos nos Estados Unidos da América para apurar os prejuízos individuais dos acionistas. A maioria deles busca, na prática, limitar os supostos danos que são demandados, a fim de não onerar a companhia excessivamente, inclusive por fatores não relacionados a qualquer ato ilícito.

Alguns deles, particularmente interessantes, busca uma espécie de “compensação” entre os danos experimentados por acionistas em decorrência da queda na cotação das ações após a divulgação do ato ilícito com os eventuais ganhos que estes tenham obtido em negociações anteriores à tal divulgação, em um momento no qual o preço se encontrava “inchado” por conta de uma informação falsa positiva, por exemplo. Ou seja, aqueles que venderam ações por um preço beneficiado pela informação falsa terão seus eventuais danos compensados. Tais métodos se tornam especialmente necessários ao compreender que, além dos prejuízos, é possível obter verdadeiros lucros ao negociar ações imediatamente antes de uma fraude ou da existência de uma informação falsa ser revelada ao mercado. Nas palavras de Adam Hakki e Stuart Baskin:

“A despeito da possibilidade dos investidores enfrentarem perdas quando adquirem valores mobiliários durante o class period, da mesma forma é possível auferir lucros formidáveis quando a compra é realizada antes da fraude e sua venda ocorre após o “inchaço” de preços decorrentes da própria fraude.”⁶²

Os métodos mais frequentemente utilizados para tal, nos Estados Unidos da América, são: (i) First In, First Out (FIFO); e (ii) Last In, First Out (LIFO). Em apertado resumo, o racional da aplicação de tais métodos é bem descrito por Guilherme Caramês:

“Neste sentido, um limitador importante para a apuração do valor devido aos investidores ocorre quando se realiza a compensação entre eventuais perdas e ganhos, de forma tal que o investidor que realize operações frequentes de compra e venda não lucre com a fraude e também com a própria descoberta de fraude”.⁶³

⁶² HAKKI, Adam; BASKIN, Stuart; e. al. Chapter 4 – Damages. In: Litigating Securities Class Actions. Org. EISENBERG, Jonathan. Ed. LexisNexis. 2015. Kindle Book. Tópico §4.03[3][b].

⁶³ CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.108.

4.4. Derivative Actions

Além das securities class actions, o ordenamento jurídico norte-americano também prevê a possibilidade de ajuizamento das denominadas “*derivative actions*”, que são ações ajuizadas por acionistas em face dos administradores que praticam atos ilícitos. As *derivative actions* estão diretamente ligadas ao conceito de “*agency*”, nome dado pela jurisprudência norte-americana ao regime jurídico que rege a relação mantida entre os administradores e os acionistas. Assim, conforme disposto no §1º (1) do Restatement Second of the Law of Agency (R2D), organizado pelo American Law Institute, trata-se de uma espécie de contrato tácito e automático no qual há uma relação fiduciária fruto do consentimento de uma pessoa para que outra haja em seu favor e sujeito ao seu controle. Assim, através deste instituto, a jurisprudência norte-americana criou um sistema de responsabilidade civil entre administrador e acionistas.

No Brasil, como se sabe, não há vínculo direto entre administradores e acionistas, mas sim a relação entre os administradores e a companhia, com base nos deveres fiduciários estabelecidos na Lei nº 6.404/76. No entanto, de maneira análogo, pode-se dizer que o regime de *agency* se assemelha ao contrato de mandato previsto no Código Civil, através do qual os administradores representariam os interesses dos acionistas ao exercerem suas respectivas funções na companhia.

As *derivative actions* passaram a ter cada vez mais importância a partir do aumento de companhias que possuem controle gerencial – isto é, aquele exercido pelos administradores, e não por um acionista ou grupo de acionistas. Nesse sentido, ao separar a participação acionária (ações do capital social detidas por acionistas) da tomada de decisão (controle exercido por administradores), surge um terreno fértil para que este segundo grupo adote condutas em benefício próprio e que não privilegiem o retorno financeiro esperado pelos acionistas.

Nesse contexto, a vigilância a ser realizada pelos acionistas possui um custo consideravelmente alto e, via de regra, não é capaz de prevenir todos os atos ilícitos de administradores. Por tais motivos, surge a necessidade de um regime de responsabilidade capaz de, por um lado, desestimular a referida conduta, e, por outro, punir os administradores que, mesmo assim, incorram nela.

As *derivative actions* se configuram, portanto, como uma forma de revisão jurídica das condutas dos administradores que infringiram os deveres fiduciários inerentes à relação jurídica de *agency*, provocando, com isso, danos aos acionistas. Essa ação, que é regulada pela Federal Rule 23.1 do Federal Rules of Civil Procedures dos Estados Unidos da América, se assemelha muito à ação de responsabilidade civil em face do administrador prevista no art. 158 e art. 159 da Lei nº 6.404/76.

Uma das maiores semelhanças é que, assim como no caso da ação de responsabilidade civil brasileira, os acionistas, ao ingressarem com a *derivative action*, estarão agindo em benefício e no interesse da companhia. Os acionistas estarão, portanto, reclamando uma pretensão da companhia, e não deles próprios.

Muitas das regras aplicáveis às *derivative actions* norte-americanas possuem o mesmo espírito de regras previstas na Lei nº 6.404/76 para as ações de responsabilidade civil em face do administrador. Apenas a título de exemplo, a alínea (b)(3)(A) da Federal Rule 23.1 estabelece que a legitimidade dos acionistas para ajuizarem a *derivative action* em nome da companhia pode decorrer da negativa dos administradores em adotar a medida judicial cabível em nome da companhia. Trata-se do mesmo racional que embasa a regra prevista no art. 159, §3º da Lei nº 6.404/76, ao dispor que o acionista poderá atuar como substituto processual da companhia no ajuizamento da ação civil de responsabilidade em face de administrador

quando, mesmo após aprovação da assembleia geral, tal ação não for proposta, em um prazo de 3 (três) meses.

Assim, a principal diferença entre a *securities class action* e a *derivative action* reside no fato de que a primeira busca indenização individual a cada um dos acionistas que aleguem ter sofrido prejuízos, ao passo que a segunda resulta na indenização em favor da companhia, resultando em um benefício indireto à totalidade dos acionistas. Por esse motivo, entende-se que a *derivative action* é a opção que privilegia o acionista de longo prazo, que acredita no potencial da companhia e que pretende permanecer acionista mesmo após o desfecho da controvérsia. Assim, nas *derivative actions*, uma vez que a indenização é revertida à companhia, apenas irá se beneficiar dela aquele que mantiver sua participação acionária. Essa é a observação de Guilherme Camarês:

“Por essa razão, e por convergir os interesses mais básicos da própria companhia aos interesses dos acionistas, uma das características das derivative actions é a sua identificação com aquele perfil de investidor que busca na empresa uma rentabilidade de médio e longo prazo, em que a preocupação com a lucratividade não se resume à diferença no preço de compra e venda de valores mobiliários.

(...)

Diferentemente das derivative actions, [nas securities class actions,] não há necessidade do investidor manter-se como acionista por um período condizente com a eventual recuperação pela própria companhia das perdas relativas à conduta do administrador que infringiu os deveres de conduta”.⁶⁴

Por fim, resta evidente que, no ordenamento jurídico brasileiro, optou-se por um regime de responsabilidade societário que se aproxima muito mais das *derivative actions* norte-americanas do que das securities class actions, como principal mecanismo de indenização por atos ilícitos envolvendo companhias abertas.

⁶⁴ CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.150.

5. Sugestões Para Resolução das Controvérsias

5.1. Mudança na Legislação

Conforme abordado anteriormente, os artigos 158 e 159 da Lei n° 6.404/76 concentram as regras relacionadas ao regime de responsabilidade societário. De modo geral, as regras ali contidas disciplinam a ação de responsabilidade em face do administrador ou do acionista controlador, conforme o caso, para reparação aos danos causados à companhia, e que pode ser ajuizada pela própria ou pelos acionistas, sempre no interesse e em benefício da companhia. Por fim, o regime de responsabilidade societário ressalva, ainda, a possibilidade de ação direta de acionista contra o administrador, conforme disposto no art. 159, §7° da Lei n° 6.404/76.

Nesse sentido, em que pese a existência de posições pouco razoáveis de parte da doutrina, a interpretação dos dispositivos da Lei n° 6.404/76 demonstra que não há possibilidade de se ajuizar ação em face da companhia por atos ilícitos de administradores. Não obstante, com o intuito de pôr um fim ao debate, o legislador poderia promover a inclusão de novo parágrafo ao art. 159 da Lei n° 6.404/76, com o seguinte teor: “não caberá ao acionista promover ação de responsabilidade contra administrador, em benefício e interesse próprios, nos casos em que a companhia tiver sofrido o prejuízo direto por seus atos, nos termos do art. 158”.

Além disso, como já mencionado neste trabalho, o art. 1° da Lei n° 7.913/89 estabelece que os únicos legitimados ativos para propositura da ação civil pública do mercado de capitais são o Ministério Público e a Comissão de Valores Mobiliários. Não obstante, a fim de solucionar controvérsias criadas por algumas interpretações criativas do texto legal, seria salutar a inclusão de um dispositivo no referido diploma legal no seguinte sentido: “[o] rol de legitimados para a propositura da ação de que trata esta Lei, previsto no caput do art. 1°, é exaustivo, não se admitindo a propositura por terceiros”.

Por fim, outra questão que se impõem é a legitimidade passiva da ação civil pública do mercado de capitais, a qual não foi expressamente regulada pela Lei n° 7.913/89. No entanto, não há motivos para que o assunto seja descolado do regime de responsabilidade societário previsto na Lei n° 6.404/76, ao dispor que o administrador é civilmente responsável pelos prejuízos que causar quando proceder: (i) com culpa ou dolo, mesmo que dentro de suas atribuições e poderes; ou (ii) com violação da lei ou do estatuto. Desse modo, sugere-se a inclusão de dispositivo na Lei n° 7.913/89 para assegurar a aplicação da mesma regra às ações civis públicas do mercado de capitais.

5.2. O Papel da Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários é a autarquia federal responsável pelo registro, fiscalização e aplicação de pena às companhias abertas. Por conta disso, é reconhecida como “xerife do mercado de capitais”, possuindo papel de primeira importância nas questões relativas aos emissores de valores mobiliários no Brasil. Dentre suas atribuições legais, encontra-se a regulamentação das matérias previstas na Lei n° 6.404/76, conforme disposto no art. 8º, I da Lei n° 6.385/76. Portanto, é possível dizer que a Comissão de Valores Mobiliários possui competência para regulamentar o regime de responsabilidade societário.

Atualmente, a CVM regulamenta as matérias societárias, preponderantemente, através da edição de uma Resolução ou de um Parecer de Orientação. As Resoluções costumam versar sobre regras e procedimentos passíveis de aplicação ou fiscalização direta da autarquia, ao passo que os Pareceres de Orientação estabelecem regras gerais de orientação e boas práticas que, no entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, devem ser adotadas por emissores e demais agentes do mercado em determinadas situações específicas.

Como se sabe, não cabe à Comissão de Valores Mobiliários instaurar, instruir ou julgar as ações de responsabilidade civil envolvendo companhias abertas, o que fica a cargo do poder judiciário ou, na imensa maioria dos casos concretos, de câmaras de arbitragem – dentre as quais se destaca a Câmara de Arbitragem do Mercado da B3. Por esse motivo, mostra-se mais adequado que a autarquia trate da matéria através de um Parecer de Orientação.

Assim, seria salutar a edição de um Parecer de Orientação no sentido de indicar a correta interpretação do regime de responsabilidade societário, principalmente no que diz respeito à legitimidade ativa e passiva, bem como a caracterização do dano nos casos concretos. Tal Parecer de Orientação teria como destinatário, principalmente, a Câmara de Arbitragem do Mercado, para que adote o entendimento ao realizar a análise do pedido de instauração de procedimento arbitral para tratar do tema.

5.3. A Posição das Câmaras de Arbitragem e dos Árbitros

Sabe-se que a instauração de um procedimento arbitral possui etapas e regras bastantes específicos, os quais certamente não estão incluídos no escopo deste trabalho. Não obstante, é mister que as câmaras de arbitragem adotem, o quanto antes, um posicionamento sobre o tema, a fim de evitar que novas companhias abertas sejam oneradas de maneira considerável por conta de arbitragens completamente infundadas.

Nesse sentido, sugere-se que as câmaras de arbitragem – notadamente, a Câmara de Arbitragem do Mercado – incluam em seus respectivos regulamentos disposição deixando claro que não serão sequer instaurados procedimentos arbitrais em face de companhia aberta que: (i) possuam, como requerente, associações não incluídas na cláusula compromissória de arbitragem do estatuto social; (ii) se baseiam nas regras aplicáveis à ação civil pública; (iii) tenham, como objeto, danos causados por administradores,

sobretudo quando, na realidade, os prejuízos tenham sido suportados pela própria companhia aberta.

Interessante notar que as questões descritas acima se resumem a ilegitimidade das partes e ausência de causa de pedir, bem como incompetência do foro para julgar procedimento de tutela coletiva. Ou seja, tais questões, se fossem caracterizadas em um processo judicial, seriam reconhecidas de ofício pelo juiz, logo no início do processo, culminando na extinção deste sem julgamento de mérito.

Assim, se a grande ideia por trás da arbitragem é proporcionar um processo mais técnico e célere, é curioso que questões tão simples e que seriam resolvidas de pronto no poder judiciário tenham que ser resolvidas apenas no julgamento do mérito pelo tribunal arbitral. Por isso, é necessário que as câmaras adotem um posicionamento a fim de evitar que novos procedimentos arbitrais sejam instaurados, nessas bases, para discutir tais questões. As companhias abertas não podem ser obrigadas a arcar com todos os ônus envolvidos em uma arbitragem quando seus termos forem manifestamente ilegais. Em outras palavras, nestas circunstâncias, as câmaras sequer deveriam instaurar o procedimento arbitral, por absoluta ausência de uma causa de arbitragem.

Em relação às arbitragens que já estão em curso, sugere-se, além de que a decisão final esteja em linha com o regime de responsabilidade societário, como é de se esperar, que os tribunais arbitrais avaliem a caracterização de litigância de má-fé dos autores. Nesse sentido, destaca-se, principalmente, a possibilidade de aplicar o art. 17 da Lei nº 7.347/85 nas arbitragens instauradas por associações, com base nas regras aplicáveis às ações civis públicas. Com isso, o tribunal poderia condenar a associação e seus diretores em honorários advocatícios e ao décuplo das custas.

Por fim, cumpre ressaltar que as companhias abertas que respondem arbitragens coletivas por atos ilícitos de administradores, nos quais ela sofreu

prejuízo, e, portanto, com manifesta ilegitimidade passiva, devem requerer, após decisão favorável no mérito, indenização, a ser paga pelos autores, em decorrência das perdas e danos sofridos como consequência do procedimento arbitral.

6. Conclusão

O regime de responsabilidade societário criou regras específicas para apurar os prejuízos causados em decorrência de atos ilícitos envolvendo sociedades por ações. Nesse sentido, uma das principais regras, prevista no art. 158 da Lei n° 6.404/76, estabelece que os administradores responderão civilmente pelos prejuízos que causar quando procederem: (i) com culpa ou dolo, mesmo que dentro de suas atribuições e poderes; ou (ii) com violação da lei ou do estatuto. Com base nisso, o art. 159 da Lei n° 6.404/76 estabelece as regras relacionadas à legitimidade ativa e legitimidade passiva das ações de responsabilidade.

Em relação à legitimidade ativa, cabe à companhia, a priori, propor a ação, sendo admitida, em circunstâncias específicas, a legitimidade extraordinária de acionistas. Nesses casos, os acionistas atuarão como mero substituto processual, propondo a ação em nome próprio, mas no interesse e em benefício da companhia. Assim, em toda e qualquer hipótese, a indenização eventualmente obtida será revertida em favor da companhia, vítima do dano, para recomposição de seu patrimônio.

Apesar disso, ressalva-se que, quando o dano tenha sido diretamente experimentado pelo acionista, terá ele o direito de pleitear indenização em seu favor. Tal hipótese é extremamente rara, haja visto que o dano sofrido pelo acionista costuma ser indireto, posto que reflexo em relação ao dano sofrido pela companhia. Não obstante, é mister ressaltar que tal indenização será devida pelo autor do dano, que, na maioria das vezes, será, também, um administrador ou o acionista controlador.

Em relação à legitimidade passiva, a lei dispõe que a ação deverá ser proposta em face do administrador ou do acionista controlador, a depender de quem tenha sido o autor do dano. Não há, portanto, indicação de situação específica na qual a companhia deverá figurar no polo passivo, tampouco se

consegue conceber situações na qual a companhia terá causado um prejuízo aos acionistas.

O ordenamento jurídico brasileiro prevê, ainda, a possibilidade de propositura uma ação civil pública específica para temas envolvendo o mercado de capitais, regradada pela Lei nº 7.913/89. Tal ação civil pública terá, como legitimados ativos, o Ministério Público ou a Comissão de Valores Mobiliários. Em relação aos legitimados passivos, não indicação específica na lei, aplicando-se, portanto, as mesmas regras do regime de responsabilidade societário.

Tendo em vista o panorama traçado acima, percebe-se que a maior parte das arbitragens coletivas contra companhia aberta no Brasil se encontra eivada de vícios.

Um dos vícios reside no fato de que tais arbitragens são instauradas por acionistas, que buscam indenização em benefício próprio. Há, portanto, manifesta ilegitimidade passiva, uma vez que os acionistas não foram vítimas dos danos em discussão. Tais danos, na realidade, foram suportados pela companhia.

Alguns procedimentos arbitrais são instaurados por associações, em uma tentativa de aplicação das regras relacionadas à ação civil pública do mercado de capitais e à própria ação civil pública genérica, regida pela Lei nº 7.347/85. Ocorre que, primeiramente, há uma completa incompatibilidade entre os procedimentos da ação civil pública e da arbitragem, impossibilitando que se promova uma espécie de “arbitragem civil pública do mercado de capitais”. Além disso, mesmo se fosse o caso, as associações não possuem legitimidade ativa para sua propositura, uma vez que a lei específica restringe tal legitimidade ao Ministério Público e à Comissão de Valores Mobiliários. Por fim, cumpre ressaltar que as associações não se encontram contempladas pela cláusula compromissória de arbitragem prevista nos estatutos sociais das companhias abertas.

Dando prosseguimento, o suposto dano alegado por acionistas e associações nas arbitragens reside na queda da cotação das ações de sua propriedade. No entanto, sequer é possível caracterizar uma queda na cotação como dano. Além disso, ainda que tal argumento fosse aceito, o dano seria meramente reflexo daquele causado à companhia, não ensejando, portanto, indenização direta ao acionista.

No campo da legitimidade passiva, as arbitragens coletivas também carecem de embasamento jurídico. Em tais procedimentos, as companhias figuram como ré, mesmo que os atos ilícitos tenham sido cometidos por administradores. Não bastasse esse fato, há, ainda, uma irracionalidade econômica em condenar a companhia a indenizar os seus acionistas. Primeiramente porque, ao final do dia, há um caráter circular, uma vez que os acionistas estariam arcando com a indenização. Além disso, os prejuízos causados pela participação da companhia em tais arbitragens oneram, justamente, aqueles que permanecem sendo acionistas após o imbróglio.

Nesse contexto, a tentativa de “importação” das securities class actions existentes nos Estados Unidos da América para o Brasil se mostra completamente descolada do ordenamento jurídico pátrio. Além disso, como se depreende da análise histórica, o instituto norte-americano possui um sem-número de regras e procedimentos construídos pela jurisprudência ao longo de um extenso período. Portanto, a aplicação, por analogia, do conceito das securities class actions ao regime de responsabilidade societário, sem todo o contexto em que tais ações se encontram inseridas, se mostra extremamente perigosa. Além disso, a aparente obsessão de alguns pelas securities class actions norte ignora a opção legislativa do Brasil por um regime que, se comparado com o norte-americano, deveria se aproximar muito mais das derivated actions lá existentes.

Dado o exposto, urge que as arbitragens coletivas em curso tenham um desfecho que esteja em linha com o regime de responsabilidade societário

brasileiro. Além disso, algumas mudanças na Lei n° 6.404/76 e na Lei n° 7.913/89 seriam saudáveis, a fim de evitar interpretações extensivas e criativas dos dispositivos legais pertinentes. No mesmo sentido, a Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito de sua função regulamentadora, poderia considerar a edição de um Parecer de Orientação sobre o tema, destinado, principalmente, às câmaras de arbitragem. Por fim, as próprias câmaras de arbitragem – e, principalmente, a Câmara de Arbitragem do Mercado – deveriam adotar uma orientação geral sobre a propositura de arbitragens nos moldes ora discutidos, de modo a evitar que companhias abertas continuem arcando com os ônus relacionados à procedimentos arbitrais completamente eivados de vícios claros e manifestos.

Referências Bibliográficas

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)**. Sao Paulo: Saraiva, 2009. Pág. 236.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 391-395.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 394.

ALVIM, Teresa Arruda. **Parecer proferido em consulta formulada pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras no âmbito da Ação Civil Pública 1106499-89.2017.8.26.0100**, p. 68.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.44.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.84 e 85.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.90.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.91.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.108.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **A securities class action estadunidense: apontamentos para a tutela coletiva de investidores no Brasil.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p.150.

CARVALHOSA, Modesto. **Parecer Jurídico.** In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e CARVALHOSA, Modesto. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 28.

CARVALHOSA, Modesto. **Parecer Jurídico.** In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e CARVALHOSA, Modesto. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 29.

CARVALHOSA, Modesto. **Parecer Jurídico.** In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e CARVALHOSA, Modesto. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 35.

CARVALHOSA, Modesto. **Parecer Jurídico.** In: WALD, Arnaldo; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e CARVALHOSA, Modesto. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 36.

CLARO, Carlos Roberto. **Ensaio sobre a lei 7.913/89.** In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; e LUCON, Paulo Henrique dos

Santos. **A tutela coletiva do acionista minoritário – os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 56-57.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Parecer proferido em consulta formulada pelo IRB-Brasil RE no âmbito da ação judicial 1023052-04.2020.8.26.0100**, §§15 e 24-26.

COFFEE, John C., **Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation (October 2006)**. Columbia Law and Economics Working Paper No. 293. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=893833> >. Acesso em 20/11/2021.

EIZIRIK, Nelson. **Comentários à Lei das S.A. v. III**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 171.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p.415.

EIZIRIK, Nelson. **A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?**. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 93.

EIZIRIK, Nelson. **A “fraud-on-the-market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro?**. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 94-95.

EIZIRIK, Nelson. **A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?**. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 96.

EIZIRIK, Nelson. **A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?**. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 99-100.

EIZIRIK, Nelson. **A “fraud-on-the-market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro?**. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 101.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; PARENTE, Flávia; e HENRIQUE, Marcus. **Mercado de Capitais. Regime Jurídico**. 3ª edição. Renovar, 2011, p.502.

HAKKI, Adam; BASKIN, Stuart; e. al. **Chapter 4 – Damages. In: Litigating Securities Class Actions**. Org. EISENBERG, Jonathan. Ed. LexisNexis. 2015. Kindle Book. Tópico §4.02[1][c].

KUYVEN, Fernando. **ARBITRAGEM COLETIVA E RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA ABERTA**. In: MONTEIRO, André Luís; SETOGUTI, Guilherme; BENEDENUZI, Renato. **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 149.

KUYVEN, Fernando. **ARBITRAGEM COLETIVA E RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA ABERTA**. In: MONTEIRO, André Luís; SETOGUTI, Guilherme; BENEDENUZI, Renato. **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 146.

LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luis. **A Lei das S.A. – Vol. 2**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 408-410.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem**. Revista de Arbitragem e Mediação. 2016, RARB Vol. 50, p. 8.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas: lei nº 6.404/76, volume 2, tomo I: artigos 106 a 165.** Rio de Janeiro: Forense, 1978, pp. 404-405.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, pareceres.** 2. ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1996, v. II, p. 408-409.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Responsabilidade Civil do Diretor de S.A.** In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação.** Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 414.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, pareceres.** 2. ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1996, v. II, p. 408.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais.** 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 90.

REsp 1213614/RJ, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 01/10/2015, DJe 26/10/2015.

ROQUE, André Vasconcelos. **Class Action – Ações Coletivas nos Estados Unidos: o que podemos aprender com eles?** Salvador: Editora JusPodivm, 2013, p.67.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. **Ação Social de Responsabilidade.** In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias.** Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 886-887.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. **Ação Social de Responsabilidade.** In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias.** Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 911.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. **Ação Social de Responsabilidade**. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 903.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antônio. **Ação Social de Responsabilidade**. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 909.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Annual Report, Division of Enforcement**. 2018. Disponível em <<https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2018.pdf>> Acesso em 20/11/2021.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. **A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas**. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; FREITAS, Marcus Henriques (coords.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik**. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p.298.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. **A Responsabilidade Indenizatória por Falhas Informacionais em Companhias Abertas**. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; FREITAS, Marcus Henriques (coords.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik**. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 304.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; GONTIJO, Bruno Miranda; MUNIZ, Igor. **Responsabilização dos emissores por falhas informacionais – Reparação aos investidores ou destruição de valor?**. Artigo publicado no portal Jota em 6 de agosto de 2019. Disponível em

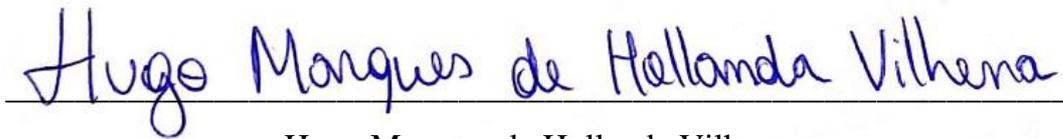
<<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/responsabilizacao-dos-emissores-por-falhas-informacionais-06082019>>. Acesso em 20/11/2021.

WALD, Arnaldo. **A arbitragem de classe no direito societário. In: 20 anos da lei de arbitragem: homenagem a Petrônio R. Muniz**, coordenação de Carlos Alberto Carmona, Selma Ferreira Lemes, Pedro Batista Martins, 1ª ed., São Paulo: Atlas, 2017. pp. 863-864.

ZACLIS, Lionel. **Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 170.

O autor deste trabalho declara para todos os fins de Direito ser este um trabalho inédito e autoriza o Departamento de Direito da PUC-Rio a divulgá-lo, no todo ou em parte, resguardados os direitos autorais conforme legislação vigente.

Rio de Janeiro, 22 de novembro de 2021.



Hugo Marques de Hollanda Vilhena