BÁRBARA CARDOSO MUSACCHIO

A TUTELA COLETIVA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

(LEI Nº 7.913, DE 7 DE DEZEMBRO DE 1989)

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Doutor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2019

BÁRBARA CARDOSO MUSACCHIO

A TUTELA COLETIVA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

(LEI Nº 7.913, DE 7 DE DEZEMBRO DE 1989)

Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Comercial, sob a orientação do Professor Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo - SP
2019

Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Cardoso Musacchio, Bárbara

A tutela coletiva dos investidores no mercado de capitais brasileiro (Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989) / Bárbara Cardoso Musacchio – orientador Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França – São Paulo, 2019.

162 p.

Dissertação (Mestrado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2019.

1. Direito Comercial. 2. Mercado de Capitais. 3. Tutela Coletiva. 4. Lei nº 7.913/89. I. França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, orient. II. Título.

Nome: CARDOSO MUSACCHIO, Bárbara

Título: *A tutela coletiva dos investidores no mercado de capitais brasileiro (Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989)*

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Comercial.

BANCA EXAMINADORA:

_____

Presidente: Professor Doutor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França

_____

Membro

_____

Membro

_____

Membro

São Paulo/SP, _____de_____de 2019.

RESUMO

CARDOSO MUSACCHIO, Bárbara. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de capitais brasileiro (Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989)*. 162 páginas. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

O presente trabalho teve como objeto a análise da ação prevista na Lei nº 7.913/89, de modo a (i) verificar se esta, tal como normatizada atualmente, é um meio adequado e/ou eficaz para a tutela coletiva dos interesses e direitos dos investidores do mercado de capitais brasileiro; e (ii) identificar os motivos pelos quais tal lei vem sendo (pelo menos aparentemente)[1] pouco utilizada no país, propondo, se o caso, mecanismos de *lege lata* e/ou *lege ferenda* para disseminar a sua aplicação.

Buscou-se analisar os contextos político, social e econômico referentes à evolução da tutela coletiva de interesses e direitos no Brasil, notadamente o advento da Lei nº 7.913/89, explicitando as justificativas utilizadas pelo legislador pátrio para a sua promulgação.

Antes de se analisar a matéria sob o prisma do direito brasileiro, passou-se ao estudo do tratamento conferido às *class actions* (utilizadas como inspiração para a criação da Lei nº 7.913/89) na defesa coletiva dos investidores nos Estados Unidos da América.

Em seguida, abordaram-se os tratamentos legislativo, doutrinário e jurisprudencial dispensados à matéria, abrangendo os conceitos gerais, características, contornos e problemas envolvendo a tutela dos investidores no mercado de capitais brasileiro, bem como os principais pontos de controvérsia identificados, incluindo questões como: (i) a natureza da ação prevista na Lei nº 7.913/89; (ii) a natureza dos interesses e direitos tutelados pela Lei nº 7.913/89; (iii) os destinatários da proteção legal; (iv) a abrangência do conceito de "mercado" para os fins de aplicação da Lei nº 7.913/89; (v) as condutas abarcadas pela Lei nº 7.913/89 e os danos que esta visa a coibir/reparar; (vi) os legitimados ativos e passivos da ação prevista na Lei nº 7.913/89 e os respectivos regimes de responsabilização; e (vii) o papel da CVM no âmbito da aplicação da Lei nº 7.913/89.

[1] O grande número de procedimentos arbitrais no âmbito dos litígios envolvendo questões societárias, que, via de regra, são confidenciais, prejudica tal análise.

Durante a análise, (i) compararam-se brevemente os modelos brasileiro e norte-americano, de sorte a verificar se, e em que medida, elementos do modelo norte-americano poderiam contribuir para a interpretação do modelo brasileiro; e (ii) analisaram-se aspectos específicos do Anteprojeto, cujo propósito é disciplinar a ação civil pública para a tutela de interesses difusos, coletivos (*stricto sensu*) e individuais homogêneos, revogando, entre outros, a LACP, e o art. 3º da Lei nº 7.913/89 – que prevê a aplicação da LACP, no que aplicável, àquela lei, e seus reflexos na Lei nº 7.913/89.

Palavras-chave: Direito Comercial – Mercado de Capitais – Tutela Coletiva – Lei nº 7.913/89

ABSTRACT

CARDOSO MUSACCHIO, Bárbara. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de capitais brasileiro (Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989)*. 162 pages. Master – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2019.

This thesis examines the "public civil action" (*ação civil pública*) provided for in Law 7913/89, to (i) determine if it is a sufficient or effective mechanism for the protection of the collective interests of investors in the Brazilian securities market, and (ii) identify the reasons that the legislation has been little used in Brazil (apparently, at least),[2] and to propose ways of promoting use of the public civil action, through mechanisms under new or current legislation.

We analyze the political, social and economic contexts in which the protection of the collective interests and rights of investors in Brazil evolved, notably the introduction of Law 7913/89, and examine the reasons given by the legislator for adopting that legislation.

Before looking at collective redress in light of Brazilian law, we consider the role of class actions (which inspired Law 7913/89) in protecting the collective interests of investors in the United States.

We then turn to the question of how collective redress for investors has been treated in the legislation, by scholars, and by the courts in Brazil, studying the general concepts, characteristics, and contours of investor protection in the Brazilian securities market. We identify the main controversial questions, including: (i) the nature of the action provided for in Law 7913/89; (ii) the nature of the interests and rights protected by Law 7913/89, (iii) the intended beneficiaries of Law 7913/89, (iv) the scope of the concept of "market" for the purpose of applying Law 7913/89, (v) the conduct contemplated by Law 7913/89 and the losses that it is intended repair/suppress, (vi) the parties that have standing to sue and be sued under Law 7913/89, and the rules governing their liability, and (vii) the role of the Brazilian securities regulator (the CVM) in applying Law 7913/89.

In our analysis, we (i) present a brief comparison of the Brazilian and American models, to determine if, and to what extent, elements of the American model can contribute

[2] The large number of arbitration proceedings in corporate disputes makes it difficult to make a precise analysis, since the proceedings are confidential.

to understanding the Brazilian model, and (ii) examine specific aspects of a Bill that would govern collective actions for the protection of group rights generally, and would repeal the current Public Civil Actions Law (which applies to actions under Law 7913/89), and the consequences of that Bill for Law 7913/89.

Keywords: Corporate Law – Securities Market – Collective Redress – Law 7913/89

LISTA DE SIGLAS E ABREVIAÇÕES

ADR – *American Depositary Receipt.*

Anteprojeto – Anteprojeto de Código Brasileiro de Processos Coletivos – Projeto de Lei nº 5.139/09.

BACEN – Banco Central do Brasil.

BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

B3 – B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

CDC – Código de Defesa do Consumidor – Lei nº 8.078/90.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

LACP – Lei da Ação Civil Pública – Lei nº 7.347/85.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 15

HISTÓRICO E EVOLUÇÃO DA PROTEÇÃO COLETIVA DOS INTERESSES E DIREITOS NO BRASIL 22

1. Breve Histórico 23
2. Interesses e Direitos Transindividuais e Tutela Coletiva no Ordenamento Brasileiro 28

CLASS ACTIONS PARA A TUTELA COLETIVA NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA 37

1. Introdução 38
2. Breve histórico e análise 40
3. Princípio do *Full Disclosure* e a *Fraud-on-the-Market Theory* 48

AÇÃO CIVIL PÚBLICA PARA A TUTELA COLETIVA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO 55

1. Destinatários da proteção legal 56
2. Interesses e direitos tutelados 61
3. Legitimação ativa e coisa julgada 66
4. Legitimação passiva e responsabilidade 76
   - 4.1. Condutas coibidas pela Lei nº 7.913/89 77
   - 4.2. Regimes de responsabilização no Direito Societário 87
     - A. Responsabilidade dos administradores 90
     - B. Responsabilidade do acionista controlador 95
     - C. Responsabilidade da companhia (inclusive pela divulgação de informações) 103
     - D. Ações de responsabilidade civil sob a ótica societária 111
5. A CVM e a Lei nº 7.913/89 116

CASUÍSTICA 121

CONCLUSÃO 126

BIBLIOGRAFIA 132

INTRODUÇÃO

A atividade empresarial é comumente financiada por três principais formas: (i) desembolso de recursos próprios pelos investidores, que, no caso das companhias abertas, pode ser feito por meio do acesso à poupança popular no mercado de capitais; (ii) financiamento estatal; e (iii) financiamento por bancos privados.

Historicamente tem preponderado no Brasil o financiamento estatal, cujo grande marco foi a criação em 1952 do BNDE, atual BNDES, com o objetivo de ser o órgão federal formulador e executor da política nacional de desenvolvimento econômico[3].

A partir dos anos 60, intensificou-se o processo de diversificação das formas de financiamento da atividade empresarial brasileira, face ao reconhecimento da necessidade de se mitigar a dependência estatal para o desenvolvimento da economia e contornar a crise instalada em 1963[4], que culminou na instituição do regime militar no país.

Nesse período, foram promulgadas a Lei nº 4.595/64 e a Lei nº 4.728/65[5], pioneiras na disciplina do sistema financeiro nacional, e do mercado de capitais respectivamente.

---

[3] CAMARGO contextualiza a criação do BNDE, explicando que foi a forma com que o setor financeiro brasileiro propiciou *"a elevada expansão do setor urbano-industrial"* nos anos 50, uma vez que *"o sistema bancário privado não era capaz de prover crédito de longo prazo e não se possuía um mercado de capitais desenvolvido"*. CAMARGO, Patricia Olga. *A evolução recente do setor bancário no Brasil*. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://static.scielo.org/scielobooks/hn9cv/pdf/camargo-9788579830396.pdf

[4] Ao se referir à dependência da atividade empresarial brasileira da capacidade do Estado de financiá-la e à incapacidade deste em fazê-lo de modo eficaz, SAES afirma que na *"busca de uma política de desenvolvimento, independente se de cunho nacionalista ou por meio de abertura de mercados para produtos e empresas internacionais, os governos desse período dependeram fundamentalmente de uma ampla capacidade do Estado de financiar tais projetos. Essa foi uma condição essencial do plano de desenvolvimento no Brasil dos anos de 1930 a 1980, quando a falência do Estado interrompe tal crescimento; em dados momentos o Estado foi capaz de se autofinanciar, entretanto nos momentos de maiores dificuldades o capital estrangeiro, investido diretamente por empresas ou indiretamente por empréstimos para o Governo, foi o mecanismo para manter o crescimento nacional (FIORI, 1990). Por mais de três décadas os governos brasileiros utilizavam tal mecanismo de financiamento, promovendo políticas expansionistas. O governo de Juscelino Kubitschek (1956-1960), com a política do Plano de Metas, impulsionou profundas transformações na sociedade a taxas de crescimento do PIB elevadas; excluindo o ano de 1956 cujo crescimento foi pequeno para o período, de 2,9%, os outros anos mantiveram taxas em torno de 10%. Entretanto tais taxas de crescimento não puderam ser mantidas nos governos seguintes, com uma trajetória de queda do crescimento, de 9,4% em 1960 para 8,6% e, 1961, 6,6% em 1962 até o colapso da economia em 1963, com a taxa de 0,6%."* SAES, Alexandre Macchione. *Dependência brasileira*: quarenta anos de restrição ao financiamento da economia nacional (1964-2004). Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.klepsidra.net/klepsidra24/dependencia.htm

[5] "*Até o Decreto-lei nº 2.627/40, a legislação brasileira sobre sociedades por ações tomou por modelo principalmente a legislação francesa, punindo as infrações com nulidades e sanções penais e civis, mas a partir da industrialização e do desenvolvimento do País, na década de 1950, aumentou a influência da legislação e das práticas comerciais norte-americanas, o que conduziu à promulgação da "Lei do Mercado de Capitais" (nº 4.728, de 14.07.1965), que instituiu regime de policiamento do mercado com o fim de proteger tanto o interesse dos investidores no mercado quanto o interesse geral na organização e no desenvolvimento do mercado, como instituição fundamental da economia de livre empresa."* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias.* Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed. 2017. p. 103.

Ademais, foram criados incentivos fiscais para o desenvolvimento do mercado de capitais, como os fundos do Decreto Lei nº 157/67, que possibilitavam ao investidor utilizar parte do imposto de renda devido na aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas.

Contudo, as medidas adotadas pelo governo, responsáveis pela euforia à época no mercado de capitais brasileiro, contribuíram para a ocorrência do movimento especulativo conhecido como "*boom* de 1971". Tal movimento decorreu em grande parte da intensificação das vendas de valores mobiliários pelos investidores mais experientes, que, por sua vez, foi motivada pela irrealidade dos preços com que tais valores vinham sendo negociados[6].

Em razão da recessão do mercado de capitais brasileiro causada pelo "*boom* de 1971", muito se discutiu sobre a necessidade de aprimoramento legislativo da matéria, como forma de proporcionar maior segurança aos investidores. Nesse sentido, com o intuito de se regular as companhias abertas, foram promulgadas a Lei nº 6.404/76, que tratou especificamente das sociedades por ações (criando, pela primeira vez, a diferenciação entre companhias abertas e companhias fechadas) e a Lei nº 6.385/76, responsável pela criação da CVM como órgão regulamentador e fiscalizador do mercado de capitais[7].

---

[6] VIDOR, George. *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, p. 25.

[7] No período de 1965 a 1976, cabia (i) ao Conselho Monetário Nacional regulamentar as atividades das entidades que atuavam no "Sistema de Distribuição no Mercado de Capitais"; e (ii) ao BACEN a fiscalização do mercado de capitais. Esse modelo, contudo, não funcionou de forma eficaz, sendo pouco efetiva a fiscalização exercida pelo BACEN. VERÇOSA explica que as razões para tal fracasso residem em fatores de natureza política, uma vez que *"não se pode esquecer de destacar que o Banco Central do Brasil jamais foi um órgão plenamente autônomo, capaz de organizar-se adequadamente para o exercício de suas finalidades – já naquela época – e de resistir às pressões que sobre ele podiam desabar quando ferisse grandes interesses em jogo no mercado"*. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Notas sobre o regime jurídico das ofertas ao público de* produtos*, serviços e valores mobiliários no direito brasileiro* – Uma questão de complementação da proteção de consumidores e de investidores. Revista de Direito Mercantil, ano XXXXVI, v. 105, jan.-mar. 1997, pp. 75-83, p. 78. SZTAJN, em sentido semelhante, sustenta que os "*resultados dessa política foram medíocres*", uma vez que o problema decorreria do fato de que *"o estímulo para a participação no mercado de capitais estava fundado na renúncia fiscal e não na tomada de riscos. Depois, como a fiscalização das operações era residual, pequena, o resultado foi que, no início dos anos 1970, depois de breve período de euforia com a queda do preço de ações, inadimplência no mercado de debêntures, escândalos e outros acidentes, houve quebra de confiança dos investidores que se afastaram do mercado."* SZTAJN, Rachel. *Regulação e mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 135, jul./set. 2004, pp. 136-147, p. 141. Cuidou a Lei nº 6.385/76 de manter, em seu artigo 3º, §1º, a competência do Banco Central do Brasil para fiscalizar o mercado de capitais, nas atribuições que não fossem especificamente outorgadas à CVM. Atualmente, cabe exclusivamente ao BACEN a regulamentação e fiscalização das operações desenvolvidas nos mercados de crédito, monetário e cambial, sendo de atribuição exclusiva da CVM a regulamentação do mercado de capitais. Contudo, com o alargamento da definição de valores mobiliários pela Lei nº 10.303/01, criou-se o conceito de mercado de derivativos, o qual, juntamente com o mercado de capitais compõe o *"mercado de investimentos coletivos"*. Dadas as especificidades da matéria, o mercado de derivativos passou a ser regulado em conjunto pelo BACEN e a CVM. SZTAJN, Rachel.

O final da década de 80 foi marcado por outros eventos que abalaram a economia brasileira, por exemplo: (i) a falência do Estado brasileiro, com a quase paralisação do crescimento econômico do país no final da década de 80[8]; (ii) os enormes prejuízos sofridos pelos investidores nos mercados de opção de ações e de futuro de ações, em razão da quebra da Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e o escândalo do caso "Nahas", que evidenciaram a insuficiência do arcabouço legal de proteção aos investidores no Brasil e a fragilidade do nosso mercado de capitais[9]; e (iii) a crise do sistema bancário nacional, em razão de fatores como *"o fim do lucro inflacionário, crescimento do crédito e da inadimplência e políticas monetária e creditícia restritivas, largamente influenciadas pela necessidade de garantir a nova inserção da economia ao sistema global"*[10].

Na tentativa de reprimir os abusos no mercado de capitais e disseminar a sua utilização como forma de financiamento da atividade empresarial, foi promulgada a Lei nº 7.913/89, que disciplinou a ação civil pública para a tutela coletiva dos seus investidores/titulares de valores mobiliários. A Lei nº 7.913/89, juntamente com a LACP e, posteriormente, o CDC, constituíram o chamado *"micro-sistema de defesa de direitos coletivos"*[11].

Passados quase 30 anos da promulgação da Lei nº 7.913/89, são poucos (i) os estudos doutrinários desenvolvidos para analisar a ação prevista na Lei nº 7.913/89 – sendo

---

Regulação e mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 135, jul./set. 2004, pp. 136-147, p. 145.

[8] *"... a crise dos anos 80 maximizou e foi consequência, ao mesmo tempo, da contradição básica da estratégia desenvolvimentista da relação do Estado com o mercado, imposta pelo compromisso assumido, já na década de 30, entre as várias e heterogêneas frações do nosso empresariado. Este fator eminentemente político é que fez da nossa crise econômica uma crise de Estado, e de nossa transição democrática, um lento processo de implosão do próprio Estado desenvolvimentista, de tal forma que, ao longo dos anos 80, as empresas privadas se ajustaram financeiramente, acumulando lucros, gerando poupança e reduzindo o seu endividamento, usufruindo, como contra-face perversa, do desajustamento progressivo que levou o setor público à falência e a autoridade político-econômico à mais completa paralisia, expropriada do último e decisivo instrumento: a política monetária."* FIORI, José Luis. *Transição terminada: crise superada?* Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://novosestudos.org.br/v1/files/uploads/contents/62/20080624_transicao_terminada.pdf, p.144.

[9] *"O golpe no mercado foi tão forte que a Bolsa do Rio, para onde Nahas foi obrigado a se transferir depois de atritos com a diretoria da Bolsa de São Paulo, nunca mais se recuperou. Daí para frente ela foi perdendo importância no mercado e hoje é uma sombra de sua similar paulista, sobrevivendo praticamente dos leilões de privatização, que o governo ainda realiza lá."* Folha de São Paulo, 14 de outubro de 1997. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi141008.htm

[10] MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. *Sistemas financeiros do Mercosul*: estrutura, financiamento de longo prazo e interpenetração de capitais. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1796&tp=a, p. 28.

[11] BRUSCATO, Wilges. *A Proteção Judicial aos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, ano XLIV, v. 138, p. 35-52, São Paulo, abr.-jun. 2005. p. 41.

que grande parte do material sobre a matéria aborda quase que exclusivamente os aspectos processuais da lei; e (ii) os exemplos de ações ajuizadas para a proteção coletiva dos investidores/titulares de valores mobiliários do mercado de capitais brasileiro.

A pequena quantidade de material sobre o tema é inversamente proporcional à sua importância, uma vez que em um mercado abalado e de baixa credibilidade como o nosso, a tutela coletiva pode vir a ser um importante instrumento para a geração de segurança aos investidores do mercado de capitais, a exemplo do que acontece nos Estados Unidos da América.

Recentemente, as discussões acerca da confiabilidade do mercado de capitais brasileiro se intensificaram, em razão da propositura, nos Estados Unidos da América, de diversas ações coletivas contra companhias brasileiras com ADRs negociados no mercado de capitais norte-americano, com o intuito de ressarcir os prejuízos suportados pelos investidores norte-americanos, no contexto da onda de atos ilícitos que provocaram a desvalorização das suas ações[12]. Frente a tal movimento, associações de classe brasileiras demonstraram interesse em ajuizar ações civis públicas no país com propósito semelhante[13].

Em resposta à necessidade de se fortalecer a credibilidade do mercado de capitais brasileiro, foram editadas leis com o intuito de reforçar os mecanismos protetivos, como, por exemplo, (i) a Lei nº 13.303/16 (Lei de Responsabilidade das Estatais) que disciplinou o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; e (ii) a Lei nº 13.506/17 que dispôs sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, alterando diversos diplomas legais.

---

[12] UOL, 8 de junho de 2016. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2016/06/08/acoes-coletivas-de-investidores-contra-empresas-brasileiras-listadas-nos-eua-devem-aumentar.htm?cmpid=copiaecola. Risco Seguro Brasil, 10 de fevereiro de 2016. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://riscosegurobrasil.com/materia/cresce-numero-de-acoes-coletivas-contra-empresas-estrangeiras-nos-eua/. Exame, 13 de agosto de 2016. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://exame.abril.com.br/mercados/as-brasileiras-que-despertaram-a-ira-do-investidor-gringo/

[13] Um grande exemplo, é a mobilização da Associação de Acionistas Minoritários para o ajuizamento de ação civil pública buscando ressarcimento em razão do recente escândalo envolvendo o pagamento de propinas pela JBS. Globo, 20 de junho de 2017. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://extra.globo.com/noticias/economia/minoritarios-da-jbs-preparam-acao-para-pedir-ressarcimento-21522603.html

Acresça-se também o fato de o Anteprojeto estar tramitando no Congresso Nacional[14], com o objetivo de reformular a disciplina referente às ações civis públicas, e tratar questões controversas, que, conforme será adiante demonstrado, poderão ter grande impacto na aplicação da Lei nº 7.913/89.

Dessa forma, é indiscutível a importância de uma análise mais aprofundada da Lei nº 7.913/89 no ordenamento jurídico brasileiro[15], como meio de fortalecimento do mercado de capitais pátrio no contexto atual, tanto em razão (i) do provável aumento do número de ações coletivas ajuizadas, no Brasil e nos Estados Unidos da América, para a tutela dos investidores, em resposta aos recentes escândalos envolvendo companhias brasileiras; quanto (ii) do declínio da economia brasileira a partir dos anos 90, que impulsionou a adoção de medidas na tentativa de se buscar no mercado de capitais o financiamento necessário para o desenvolvimento das suas atividades, como alternativa para a insuficiência atual de recursos do Estado e dos bancos privados para fomentá-las[16]; e (iii) da existência de um

---

[14] O Anteprojeto está atualmente aguardando deliberação de recurso na mesa diretora da Câmara dos Deputados. Tal recurso foi interposto contra a aplicação ao caso do art. 133 do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, que determina que *"a proposição que receber pareceres contrários, quanto ao mérito, de todas as Comissões a que for distribuída será tida como rejeitada e arquivada definitivamente por despacho do Presidente"*.

[15] Conforme lembra MUNHOZ, a qualidade do sistema legal não pode ser identificada apenas pelo *"conjunto de normas de direito material, ou seja, o direito societário propriamente dito. Tal ideia abrange o direito processual e o conjunto de instituições encarregadas de dar cumprimento a essas normas"*. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). Processo societário, pp. 81-88.

[16] *"Após alguns anos de crescimento, em razão do ingresso relevante de investimentos estrangeiros de portfólio decorrentes de privatizações e da abertura da economia brasileira, observou-se a paulatina queda nos volumes negociados no mercado nacional, bem como grande número de fechamentos do capital de sociedades anônimas e escassas ofertas públicas de ações a partir da metade da década de 90. No mercado secundário, a média mensal de volume negociado na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – Bovespa caiu de US$ 15,9 bilhões, em 1997, para US$ 8,5 bilhões em 2000, enquanto o número de companhias listadas na bolsa também foi reduzido significativamente, passando de 589 companhias em 1996 para 495 em 2000. Já no mercado primário, entre 1995 e 2000, aconteceram apenas oito IPOs – registros de novas companhias com ofertas públicas de ações – sendo certo que apenas os IPOs que envolvessem uma listagem simultânea da companhia na New York Stock Exchange – Nyse eram considerados viáveis à época. Dessa forma, em que pese à estabilidade econômica conquistada pelo Brasil a partir da implantação do Plano Real em meados de 1994, faltavam a confiança e a credibilidade necessárias para atrair novos investimentos ao mercado de capitais nacional. Faltava-lhe segurança jurídica."* MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. *Direitos difusos dos investidores no mercado de capitais*: repressão ao insider trading. In: Revista de direito empresarial- ReDE. São Paulo: Revista dos Tribunais, v.2, no.2, mar.-abr., 2014, pp. 159 – 185. p. 160. Assim, foram adotadas medidas na tentativa de impulsionar o crescimento do mercado de capitais brasileiro como: (i) a criação de mecanismos voltados a assegurar o bom funcionamento e a confiabilidade do mercado de capitais, exemplificativamente a autorregulação das companhias – nesse sentido: *"outro fator que contribuiu ao maior interesse no mercado de capitais brasileiro foi a criação de diferentes níveis de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em dezembro do ano 2000 (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais). Esses segmentos especiais de listagem foram desenvolvidos para fornecer um ambiente de negociação que simultaneamente estimula o interesse dos investidores e a valorização das empresas."* STEFFEN, Helen Cristina; ZANINI, Francisco Antônio Mesquita. *Abertura ou Não de Capital no Brasil*: Uma

modelo de concentração do controle societário na realidade brasileira, cuja eficiência depende diretamente da qualidade do sistema de solução de conflitos societários adotado pelo país[17].

Análise Prática da Percepção dos Executivos Financeiros. Revista Brasileira de Finanças, v. 12, n. 4, 2014, pp. 597-642; (ii) a reforma da Lei nº 6.404/76, por meio da Lei nº 10.303/01 – nesse sentido: *"A Lei 10.303 nasceu da necessidade de entronizar novas práticas no âmbito das S/As, alterando, minimamente, seu sistema de gestão e conformando regras novas e capazes de garantir a presença da segurança adequada aos investimentos privados"* BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Sociedade anônima atual: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei n. 10.303/01 ao texto da Lei n. 6.404/76*. São Paulo: Atlas, 2004, pp. 13-14; e (iii) a desmutualização das bolsas de valores - nesse sentido: *"com a desmutualização ocorre uma alteração na estrutura de propriedade da organização das bolsas, para uma forma societária com finalidade lucrativa. Como resultado, ocorre uma mudança na distribuição dos* residual claims *e do controle, com implicações para o comportamento da organização e seu desempenho. Em muitos casos, essa nova forma organizacional assumida é a de uma sociedade por ações, seguida de um procedimento de abertura de capital, de forma que novos recursos possam ser obtidos no mercado, junto a investidores."* (...) *"as bolsas brasileiras concluíram o processo de desmutualização no ano de 2017, com a constituição da Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A., que posteriormente obteve registro de companhia aberta e da Bolsa de Valores de São Paulo S.A., esta última controlada pela companhia aberta Bovespa Holding S.A. Ao analisarmos as mudanças ocorridas em outros países a esse respeito, observa-se que, em certa medida, o processo de desmutualização chegou tardiamente ao Brasil, em especial quando observada a evolução das transformações nos países mais desenvolvidos."* DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As Novas Estruturas Organizacionais da Bolsa.* São Paulo, 2008. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. pp. 74 e 147. Em decorrência de tal movimento, o mercado de capitais brasileiro atingiu o seu auge em 2007, com a realização, por várias companhias, de ofertas públicas iniciais - IPOs, impulsionadas por um cenário econômico marcado pelo crescimento da atividade econômica, controle da inflação, taxas de juro em declínio, e crédito em expansão. Com a crise mundial do *subprime* em 2008, houve uma desaceleração da economia brasileira, que se viu privada de crédito bancário, em razão da perda da liquidez internacional. Há, contudo, previsões favoráveis recentes para o mercado de capitais brasileiro: *"Com a Selic no seu menor patamar histórico (7% ao ano com expectativa de queda) e retomada da economia no Brasil, temos tudo para vivenciar mais um ano de bull market por aqui e, por isso, sigo otimista com a Bolsa brasileira. Mas o caminho poderá ser tortuoso, com eleições e incertezas no mercado externo. Portanto, é importante carregar no portfólio uma parcela em seguros, como dólar e ouro."* Exame, 22 de janeiro de 2018. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://exame.abril.com.br/negocios/dino/o-que-esperar-do-mercado-financeiro-em-2018/

[17] MUNHOZ, Eduardo Secchi. *A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). Processo societário, p. 78.

HISTÓRICO E EVOLUÇÃO DA PROTEÇÃO COLETIVA DOS INTERESSES E DIREITOS NO BRASIL

1. Breve Histórico

No contexto pós-segunda guerra mundial, a afirmação de princípios de cunho coletivo, como o da dignidade da pessoa humana, em contrapartida à tradicional predominância da tutela sob a perspectiva individual, evidenciou a necessidade de uma nova forma de defesa de determinados interesses e direitos[18].

Conforme explica GRINOVER, tais interesses e direitos teriam nítida dimensão social, transcendendo as clássicas noções de interesse público e interesse privado e se identificando com os interesses de determinada coletividade voltados para um objeto comum e indivisível. Em razão de tais peculiaridades, fazia-se necessário repensar o sistema jurídico, de forma a prever mecanismos que permitissem a sua efetiva proteção, principalmente sob o ponto de vista do direito processual, tradicionalmente desenvolvido sob uma perspectiva individual de tutela[19].

---

[18] *"... a teoria das liberdades públicas forjou uma nova "geração" de direitos fundamentais. Aos direitos clássicos de primeira geração, representados pelas tradicionais liberdades negativas, próprias do Estado liberal, com o correspondente dever de abstenção por parte do Poder Público; aos direitos de segunda geração, de caráter econômico-social, compostos por liberdades positivas, com o correlato dever do Estado a uma obrigação de "dare", "facere" ou "praestare", acrescentou-se o reconhecimento dos direitos de terceira geração, representados pelos direitos de solidariedade, decorrentes dos interesses sociais. E assim foi que o que aparecia inicialmente como mero interesse elevou-se à dimensão de verdadeiro direito, conduzindo à reestruturação de conceitos jurídicos, que se amoldassem à nova realidade."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *Significado social, político e jurídico da tutela dos interesses difusos*. In: A marcha do processo. São Paulo: Forense Universitária, 2000. pp. 17-23, p. 18. A Itália, de forma pioneira, tratou no Congresso de Pavia do estudo dos interesses e direitos coletivos (*lato sensu*), no qual foram discutidos *"seus aspectos fundamentais, destacando com precisão as características que os distinguem: indeterminados pela titularidade, indivisíveis com relação ao objeto, colocados a meio caminho entre os interesses públicos e os privados, próprios de uma sociedade de massa e resultado de conflitos de massa, carregados de relevância política e capazes de transformar conceitos jurídicos estratificados, como a responsabilidade civil pelos danos causados no lugar da responsabilidade civil pelos prejuízos sofridos, como a legitimação, a coisa julgada, os poderes e a responsabilidade do juiz e do Ministério Público, o próprio sentido da jurisdição, da ação, do processo."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *Significado social, político e jurídico da tutela dos interesses difusos*. In: A marcha do processo. São Paulo: Forense Universitária, 2000. pp. 17-23, p. 17.

[19] GRINOVER, Ada Pellegrini. *Significado social, político e jurídico da tutela dos interesses difusos*. In: A marcha do processo. São Paulo: Forense Universitária, 2000. pp. 17-23, p. 18.

No Brasil, o reconhecimento efetivo da possibilidade de tutela jurisdicional de interesses[20] e direitos[21] metaindividuais ocorreu antes da efetiva criação de um sistema de tutela jurisdicional coletiva, por meio de duas principais teorias: (i) a teoria de MOREIRA, que reconhecia a possibilidade de tal proteção, independentemente de autorização expressa em lei, tendo em vista que tal autorização poderia ser inferida do próprio ordenamento jurídico, enquanto sistema; e (ii) a teoria de WATANABE, que se utilizava de uma interpretação "aberta e flexível" do então vigente Código de Processo Civil para justificar a proteção a tais interesses e direitos[22].

Sob a ótica normativa, a Constituição Federal de 1967 foi pioneira ao prever direitos como a liberdade de iniciativa, a valorização do trabalho, a função social da propriedade, a harmonia e solidariedade entre as categorias sociais de produção, a repressão ao abuso do

---

[20] O interesse, segundo Carnelutti, consiste na posição de vantagem do sujeito em relação a um bem/valor que lhe é útil para a satisfação de determinada necessidade (*i.e.* o *"rapporto tra un bisogno dell'uomo e um quid a soddifarlo"*). CARNELUTTI, *Lezioni di Diritto Processuale Civile*, vol. I, CEDAM, Padova, 1926, p. 7. Tal definição é adotada por MANCUSO, que explica ser o interesse o elemento que *"interliga uma pessoa a um bem de vida, em virtude de um determinado valor que esse bem possa representar para aquela pessoa. Por outras palavras, trata-se da busca de uma situação de vantagem, que faz exsurgir um interesse na posse ou fruição daquela situação"* MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Interesses difusos: conceito e colocação no quadro geral dos "interesses"*. Revista de Processo, v. 55, p. 165 – 179, São Paulo, RT, jul.-set. 1989. p. 165.

[21] Conforme explica REGO, a diferença entre interesse e direito reside na outorga ou não, pelo ordenamento jurídico ao seu titular, do poder jurídico para exigir a respectiva satisfação, uma vez que se o reconhecimento legal de tal poder jurídico existe *"estamos em face de direito subjetivo; se não, em face de mero interesse"*. REGO, Hermenegildo de Souza. *Interesses difusos e conceitos tradicionais da legitimação "ad causam", interesse de agir, representação, substituição processual e limites subjetivos e objetivos da coisa julgada*. Revista de Processo. v. 43, jul.-set. 1986, pp. 260 – 277, p. 262. FIGUEIREDO, ao analisar a Constituição Federal de 1967 apontou que *"reside, aqui, o primeiro ponto de questionamento. Se entendido ficar que há interesses difusos e não Direitos Difusos, em face da atual legislação brasileira, tais interesses não disporiam de remédios jurisdicionais eficazes para sua tutela. Entretanto, se de Direitos Difusos se tratar, possível a tutela jurisdicional, mesmo a lume de nosso atual Texto Constitucional. Deveras, o art. 153, § 4." diz — e às expressas — que: 'A lei não poderá excluir de apreciação do Poder Judiciário qualquer lesão de direito individual."* FIGUEIREDO, Lúcia Vale. *Interesses Difusos na Futura Constituição*. Revista de Direito Público, São Paulo, ano XX, n.º 82, abril/junho 1987, pp. 111-114, p. 111.

[22] *"A questão era superlativamente mais crítica no passado, (mais precisamente antes da LACP, que é de 1985) em que, à falta de previsão legal específica, doutrina e jurisprudência debatiam não somente quem seria o legitimado, afetando, em última análise, a própria possibilidade da tutela jurisdicional. Duas eram as teorias 'progressistas' existentes à época, que propugnavam pela possibilidade de uma efetiva proteção a tais direitos: uma defendendo haver legitimidade extraordinária (substituição processual), e outra defendendo haver legitimidade ordinária. A primeira, preconizada por Barbosa Moreira de forma absolutamente precursora, advogava a possibilidade da tutela jurisdicional aos direitos super-individuais independentemente de expressa autorização da lei processual. (...) A segunda teoria, concebida por Kazuo Watanabe em uma inteligente e criativa construção doutrinária, procurou extrair do próprio sistema jurídico vigente, independentemente de qualquer reforma legislativa e apenas com uma interpretação aberta e flexível do art. 6º do CPC (LGL/1973/5), uma legitimidade ordinária por parte das entidades criadas no seio da sociedade (corpos intermediários) com a finalidade de defesa de direitos super-individuais"* GIDI, Antonio. *Legitimidade para agir em ações coletivas*. Revista de Direito do Consumidor, v. 14, p. 52 – 66, São Paulo: RT, abr.-jun. 1995. p. 3.

poder econômico, a expansão das oportunidades de emprego produtivo, a educação, a cultura, os quais careciam, contudo, de regime apropriado à sua tutela[23].

A proteção aos interesses e direitos coletivos no direito brasileiro intensificou-se em 1985, com a promulgação da LACP[24], que dispôs sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados em razão da violação de determinados interesses e direitos difusos e coletivos[25], cujo rol, após diversas alterações legislativas, abrange hoje todo e qualquer interesse difuso ou coletivo[26].

A Constituição Federal de 1988, em linha com a preocupação da proteção coletiva evidenciada pela LACP[27], delineou o sistema de proteção coletiva de direitos no

---

[23] *"Ou se depreende que artigos estão inseridos neste Texto Constitucional como despidos de qualquer aplicabilidade ou, então, se há de inferir que a Constituição não traz, pura e simplesmente, normas diretivas e programáticas, carentes de efetiva aplicabilidade, caso não haja outras normas infralegais. (...). Ora, se o Diploma Básico brasileiro referiu-se a direitos que, por sua índole, só podem ser difusos, compete ao intérprete sacar, de qualquer forma, meio hábil para possibilitar sua tutela."* FIGUEIREDO, Lúcia Vale. *Interesses Difusos na Futura Constituição*. Revista de Direito Público, São Paulo, ano XX, n.º 82, abril/junho 1987, pp. 111-114, p. 112.

[24] A ação civil pública foi criada em resposta à necessidade de se estabelecer um mecanismo efetivo para a proteção de tais interesses e direitos, uma vez que a ação popular disciplinada pelo ordenamento tem escopo de proteção bastante restrito. Nesse sentido: *"a ação popular não tinha condições de cobrir o amplo espectro da tutela dos interesses difusos, nem mesmo pelo que respeitava ao meio ambiente, uma vez que seu exercício ainda permanece subordinado a uma ilegalidade proveniente da conduta comissiva ou omissiva do Poder Público, enquanto a ameaça ou violação dos interesses difusos freqüentemente provém de ações privadas. Por outro lado, a legitimação, atribuída exclusivamente ao cidadão, excluía os corpos intermediários, mais fortes e preparados do que o indivíduo à luta contra ameaças ou lesões ambientais."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *Significado social, político e jurídico da tutela dos interesses difusos*. In: A marcha do processo. São Paulo: Forense Universitária, 2000. pp. 17-23, p. 19. Ressalte-se, contudo, que antes da LACP, já se verificavam alguns casos de tutela coletiva incipientes criados pelo legislador brasileiro. A título ilustrativo, GRINOVER aponta que *"em 1981, a Lei Ambiental n 6.938 estabeleceu a legitimação do Ministério Público às ações de responsabilidade penal e civil (sendo esta reconhecida como de natureza objetiva) pelos danos provocados ao ambiente. E, desde 1977, uma reforma à lei da ação popular constitucional, de 1965, considerava "patrimônio público" os bens e direitos de valor artístico, estético, histórico ou turístico."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *Significado social, político e jurídico da tutela dos interesses difusos*. In: A marcha do processo. São Paulo: Forense Universitária, 2000. pp. 17-23, p. 18.

[25] Conforme lembra MANCUSO, *"no projeto originário se previa mais um item (o inciso IV daquele art. 1º), onde constava a expressão 'outros interesses difusos'. O veto presidencial a esse inciso já veio, a justo título, lamentado em sede doutrinária, observando Hugo Nigro Mazzilli: 'o Presidente da República vetou, entendendo que a expressão e outros interesses difusos' era por demais indeterminada ou ampla e que a doutrina a respeito ainda não estava sedimentada...'."* MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 7.12.89*. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano. 78, vol. 650, dez. 1989, pp. 31-39, p. 31.

[26] Art. 1º da LACP: *"Regem-se pelas disposições desta Lei, sem prejuízo da ação popular, as ações de responsabilidade por danos morais e patrimoniais causados: I - ao meio-ambiente; II - ao consumidor; III - a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico; IV - a qualquer outro interesse difuso ou coletivo; V - por infração da ordem econômica; VI - à ordem urbanística; VII – à honra e à dignidade de grupos raciais, étnicos ou religiosos; e VIII – ao patrimônio público e social."*

[27] *"Foi por considerar válida a experiência colhida à edição da Lei 7.347/85 - observa Hugo Nigro Mazzili - que o constituinte se animou a ampliar o rol dos legitimados ativos para a defesa dos interesses transindividuais."* NALINI, José Renato. *O juiz e a proteção dos interesses difusos*. Revista dos Tribunais, v. 680, São Paulo, jun. 1992, pp. 260-267, p. 260.

ordenamento jurídico brasileiro[28], (i) alargando as hipóteses de propositura da ação popular[29]; (ii) criando o mandado de segurança coletivo; (iii) conferindo às entidades associativas, quando expressamente autorizadas, legitimidade para representar seus filiados, judicial ou extrajudicialmente[30]; (iv) atribuindo aos sindicatos a defesa judicial e administrativa dos direitos coletivos ou individuais da categoria[31]; (v) afirmando, no âmbito constitucional, a legitimação do Ministério Público a ajuizar a ação civil pública como meio de tutelar interesses e direitos difusos e coletivos (*stricto sensu*), sem limitação de matéria[32]; (vi) atribuindo aos índios e suas comunidades e organizações legitimação para a defesa de seus interesses ou direitos[33]; (vii) elevando a defesa dos direitos do consumidor ao *status* constitucional, incluindo-a dentre os direitos e garantias fundamentais e os princípios gerais da atividade econômica[34], dentre outros.

---

[28] Conforme aponta ALMEIDA, a Constituição Federal de 1988 foi a responsável pela criação do Direito Processual Coletivo como um novo ramo do Direito Processual. ALMEIDA, Gregório Assagra de. Direito Processual Coletivo brasileiro: Um novo ramo do Direito Processual. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 266.

[29] A ação popular é um dos instrumentos de defesa de interesses e direitos coletivos (*lato sensu*) assegurados pela Constituição Federal, tendo como propósito, nos termos do seu art. 5º, LXXIII, *"anular ato lesivo ao patrimônio público ou de entidade de que o Estado participe, à moralidade administrativa, ao meio ambiente e ao patrimônio histórico e cultural, ficando o autor, salvo comprovada má-fé, isento de custas judiciais e do ônus da sucumbência"*.

[30] Art. 5º, XXI da Constituição Federal: *"Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...) XXI - as entidades associativas, quando expressamente autorizadas, têm legitimidade para representar seus filiados judicial ou extrajudicialmente"*.

[31] Art. 8º, III da Constituição Federal: *"É livre a associação profissional ou sindical, observado o seguinte: (...) III - ao sindicato cabe a defesa dos direitos e interesses coletivos ou individuais da categoria, inclusive em questões judiciais ou administrativas"*.

[32] *"A Constituição da República de 1988, em seu art. 129, inciso III, tornou mais abrangente a proteção coletiva dos direitos transindividuais, não mais existindo, por falta de recepção constitucional, a lista* numerus clausus *de bens tuteláveis por meio da ação civil pública. Essa conclusão decorre do fato de que o referido dispositivo constitucional previu, ampliativamente, ser função institucional do Ministério Público promover o inquérito civil e a ação civil pública, para a proteção do patrimônio público e social, do meio ambiente e de outros interesses difusos e coletivos."* CAVALCANTI, Marcos de Araújo. *A evolução da tutela jurisdicional coletiva no Brasil*. Revista Dialética de Direito Processual, n. 131, fev. 2014, pp. 33-55, p. 43.Art. 129, III da Constituição Federal: *"São funções institucionais do Ministério Público: (...) III - promover o inquérito civil e a ação civil pública, para a proteção do patrimônio público e social, do meio ambiente e de outros interesses difusos e coletivos"*

[33] Art. 232 da Constituição Federal: *"Os índios, suas comunidades e organizações são partes legítimas para ingressar em juízo em defesa de seus direitos e interesses, intervindo o Ministério Público em todos os atos do processo."*

[34] Art. 5º, XXXII da Constituição Federal: *"Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...) XXXII - o Estado promoverá, na forma da lei, a defesa do consumidor"*.
Art. 170, V da Constituição Federal: *"A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) V - defesa do consumidor;"*
Art. 48 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias: *"O Congresso Nacional, dentro de cento e vinte dias da promulgação da Constituição, elaborará código de defesa do consumidor."*

Posteriormente, outras leis também vieram a integrar o sistema de tutela coletiva, como (i) a Lei nº 7.853/89 que disciplinou a tutela dos direitos e interesses coletivos e difusos das pessoas portadoras de deficiência; (ii) a Lei nº 7.913/89 para a tutela coletiva dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado por atos fraudulentos; (iii) o CDC de 1990 que (iii)(A) estabeleceu nos âmbitos civil, administrativo e penal, as normas para a proteção do consumidor, (iii)(B) reconheceu e introduziu mecanismo para a defesa coletiva dos direitos individuais homogêneos; e (iii)(C) criou o microssistema processual coletivo, cuja aplicação foi adotada para diversas leis voltadas à defesa coletiva de interesses e direitos; (iv) a Lei nº 8.069/90 (ECA) que autoriza o ajuizamento de ação civil pública para a proteção dos direitos e interesses coletivos e difusos das crianças e adolescentes; (v) a Lei nº 10.741/03 (Estatuto do Idoso) que previu no art. 74, I, a possibilidade de instauração de inquérito e o cabimento de ação civil pública para a proteção coletiva dos *"direitos e interesses difusos ou coletivos, individuais indisponíveis e individuais homogêneos do idoso"*; (vi) a Lei nº 11.340/2006 (Lei Maria da Penha) que previu, em seu art. 37, que *"a defesa dos interesses e direitos transindividuais previstos na lei poderá ser exercida concorrentemente, pelo Ministério Público e por associação de atuação na área, regularmente constituída há pelo menos um ano, nos termos da legislação civil"*; (vii) a Lei nº 12.016/09 que regulamentou a disciplina legal do mandado de segurança coletivo; e (viii) a Lei nº 12.529/11 (CADE), que prevê a possiblidade de certas entidades com legitimação extraordinária, previstas no CDC, intervirem no processo administrativo para a cessação de infrações à ordem econômica e obtenção da indenização correspondente.

O sistema de tutela coletiva de interesses e direitos no Brasil constitui grande conquista do direito pátrio, tendo impactos não apenas no âmbito jurídico, mas também sob outros prismas, como o político – possibilitando o surgimento de novas formas de gestão participativa da coisa pública por grupos intermediários, e social – evidenciando a necessidade da tutela de interesses voltados a anseios coletivos, fortemente ligados à qualidade de vida da população[35].

[35] GRINOVER, Ada Pellegrini. *A ação civil pública no STJ*. A marcha do processo. São Paulo: Forense, 2000, Revista de Processo, v. 99, p. 9 – 26, São Paulo: RT, jul.-set. 2000. p. 9.

2. Interesses e Direitos Transindividuais e Tutela Coletiva no Ordenamento Brasileiro

O ordenamento jurídico brasileiro prevê três categorias de interesses e direitos transindividuais, identificados no art. 81 do CDC[36]: (i) difusos; (ii) coletivos (*stricto sensu*); e (iii) individuais homogêneos, estando os direitos difusos e os direitos coletivos (*stricto sensu*) abrangidos no gênero direitos coletivos (*lato sensu*).

Os interesses e direitos coletivos (*lato sensu*) são identificados como (i) *transindividuais*, na medida em que são de titularidade de uma pluralidade de pessoas, não podendo ser fruídos individualmente ou serem objeto de disposição por qualquer dos cotitulares; e (ii) *indivisíveis*, uma vez que a lesão a qualquer desses implicará necessariamente lesão aos respectivos interesses e direitos de todos os respectivos cotitulares. Tais interesses e direitos diferem entre si no aspecto subjetivo. Enquanto os difusos são de titularidade de um número indeterminado e mutável de pessoas[37], unidas por circunstâncias de fato, como, por exemplo, habitar uma mesma região ou utilizar um determinado serviço[38], os coletivos (*stricto sensu*) são atribuídos a pessoas determinadas ou

---

[36] *"Art. 81. A defesa dos interesses e direitos dos consumidores e das vítimas poderá ser exercida em juízo individualmente, ou a título coletivo. Parágrafo único. A defesa coletiva será exercida quando se tratar de: I - interesses ou direitos difusos, assim entendidos, para efeitos deste código, os transindividuais, de natureza indivisível, de que sejam titulares pessoas indeterminadas e ligadas por circunstâncias de fato; II - interesses ou direitos coletivos, assim entendidos, para efeitos deste código, os transindividuais, de natureza indivisível de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base; e III - interesses ou direitos individuais homogêneos, assim entendidos os decorrentes de origem comum."*

[37] *"Trata-se, por outro lado, de interesses que, embora compartilhados por um número indeterminado de pessoas, não são de todos, o que gera ampla área de conflituosidade – aspecto para o qual, no Brasil, afigura-se que somente a Prof.ª Ada Grinover tem dado relevância. Na verdade, quando o interesse é de todos – como, p.ex., o interesse à lisura da Administração, à segurança pública, etc., os possíveis conflitos não fogem ao esquema Indivíduo X Estado, já enquadrado nos esquemas de inspiração individualista vigentes. Talvez por isso o equacionamento legislativo do problema, através da disciplina da ação popular, tenha sido relativamente fácil. Mas quando aos interesses de um grupo se opõem os interesses de outro grupo exacerbam-se os conflitos. E se um dos grupos, p. ex. é o dos consumidores, evidencia-se facilmente a necessidade de criação de mecanismos que permitam enfrentar os poderosos cartéis de produtores, contra os quais dificilmente se poderia voltar um consumidor isolado, ainda que imbuído de coragem cívica e disposição verdadeiramente heroica."* REGO, Hermenegildo de Souza. *Interesses difusos e conceitos tradicionais da legitimação "ad causam", interesse de agir, representação, substituição processual e limites subjetivos e objetivos da coisa julgada*. Revista de Processo. v. 43, jul.-set. 1986, pp. 260 – 277, p. 262.

[38] GUSMÃO exemplifica como interesses difusos *"o interesse dos que estão (como moradores ou simples viajantes) na cidade de Cubatão-SP e arredores (e em tantas outras cidades...), de respirar um ar menos poluído pelas emanações industriais. Tal interesse transindividual decorre do direito natural à vida e do direito constitucional à saúde e a um meio ambiente sadio; pertence a uma coletividade, a pessoas indeterminadas (os que têm domicílio, os que residem, os que apenas transitam pela cidade) e é indivisível: não é possível proclamá-lo e efetivá-lo em favor de alguém, sem que todas as pessoas que se encontram na mesma situação sejam,* ipso facto*, igualmente beneficiadas."* CARNEIRO, Athos Gusmão. *Direitos individuais homogêneos, limitações à sua tutela pelo Ministério Público*. Revista de Processo, v. 103, jul.-set. 2001, pp. 189-198, p. 189.

determináveis, ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base preexistente (*i.e.* um vínculo jurídico bem definido que as congrega[39]) e não apenas por circunstâncias de fato[40].

Os interesses e direitos individuais homogêneos, por sua vez, são tradicionalmente definidos como sendo de natureza *individual* e *divisível*, sendo possível a identificação dos respectivos titulares, bem como a individualização do objeto do direito de cada um destes. Tais interesses e direitos são caracterizados pela sua origem comum e homogeneidade. Em que pese a doutrina e jurisprudência não terem conseguido assentar uma definição para tais critérios[41], entende-se que a origem comum remontaria ao fato causador da violação ao direito individual de cada atingido ao passo que a homogeneidade seria a similitude entre as situações infligidas aos prejudicados, devendo ambos ser concomitantemente verificados no caso concreto, uma vez que um não implica necessariamente a ocorrência do outro[42].

---

[39] MOREIRA, José Carlos Barbosa. *A ação popular do direito brasileiro como instrumento de tutela jurisdicional dos chamados "interesses difusos"*. Revista de Processo, vol. 28, out.-dez. 1982, pp. 7-19, p. 8.

[40] *"... a sociedade mercantil, o condomínio, a família, os entes profissionais, o próprio sindicato dão margem ao surgir de interesses comuns nascidos em função de uma relação base, que une os membros das respectivas comunidades e que, não se confundindo com os interesses estritamente individuais de cada sujeito, permite a identificação."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *As Ações Coletivas para a Tutela do Meio Ambiente e dos Consumidores*, artigo na Revista AJURIS (Associação dos Juízes do Rio Grande do Sul), nº 36, pp. 8-9.

[41] *"Tome-se apenas o exemplo do STJ, que é órgão responsável pela uniformização da aplicação da legislação federal no país. Ao examinar demanda em que se discutia ressarcimento de danos materiais e morais a moradores de determinada área, por conta do vazamento de produto tóxico, concluiu aquela Corte que os direitos individuais homogêneos são 'caracterizados por um fato comum, no caso específico o vazamento de produtos tóxicos e a contaminação da água consumida pelos associados'. Em outra oportunidade, o STJ viu a homogeneidade dos direitos individuais em razão da mesma causa de pedir das pretensões individuais. Em outros casos, examinando a matéria referente a relações previdenciárias, o critério utilizado pelo mesmo Tribunal para caracterizar um direito como individual homogêneo (e não individual 'puro') foi a indisponibilidade do interesse ou a sua origem em uma relação de consumo. Encontram-se ainda feitos, nos quais se discutia especificamente, interesses de moradores de condomínios, em que entendeu o STJ que poderiam ser caracterizados como interesses individuais homogêneos os interesses comuns dos condôminos, ou seja, que dissessem respeito a todos eles de maneira comum. Finalmente, em outros arestos do mesmo Tribunal, considerou-se que a origem comum dos interesses deve ser examinada a partir das circunstâncias de fato que ligam os titulares dos direitos. Enfim, essa indicação – incompleta e apenas exemplificativa – demonstra como a falta de uma definição segura dos interesses individuais homogêneos pode prejudicar a tutela adequada desses valores."* ARENHART, Sérgio Cruz. *A tutela coletiva de interesses individuais*: Para além da proteção dos interesses individuais homogêneos. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. pp. 48-49.

[42] GRINOVER ilustra exemplo em que a existência de origem comum não acarreta também a homogeneidade das situações individuais dos prejudicados: *"No consumo de um produto potencialmente nocivo, não haverá homogeneidade de direitos entre um titular que foi vitimado exclusivamente por esse consumo e outro, cujas condições pessoais de saúde lhe causariam um dano físico, independentemente da utilização do produto ou que fez deste uso inadequado. Assim também quando se alegaram circunstâncias e características pessoais que envolvam as vítimas de danos."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários: questões processuais*. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo, 2014, pp. 1161-1186, p. 1171. De sorte a se verificar, no caso concreto, a origem comum e homogeneidade dos direitos individuais, MENDES sustenta que se deve utilizar *"o mesmo*

Grande parte da doutrina entende que a mera verificação dos requisitos da origem comum e homogeneidade não seria suficiente para justificar a tutela coletiva de tais interesses e direitos, de modo que seria imprescindível, ainda, o reconhecimento da relevância social e/ou indisponibilidade da proteção coletiva – uma vez que a lesão a cada um dos interesses/direitos, quando considerada em conjunto, violaria valores comunitários privilegiados pelo ordenamento jurídico[43].

Em que pese os interesses e direitos individuais homogêneos não possuam natureza propriamente coletiva[44], a necessidade de se estabelecer um meio de proteção coletiva a esses[45] surgiu principalmente da necessidade de se facilitar o acesso ao judiciário a

---

critério previsto pela Regra 23 das Federal Rules do direito norte-americano, exigindo-se: 1- A prevalência das questões de direito e de fato comuns sobre as questões de direito ou de fato individuais; e 2- a superioridade da tutela coletiva sobre a individual, em termos de justiça e eficacia da sentença. Inexistindo tais requisitos, "os direitos serão heterogêneos, ainda que de origem comum" e "a tutela coletiva não deverá ser admitida, por falta de possibilidade jurídica do pedido ou de adequação e utilidade da via coletiva (interesse de agir)" MENDES, Givago Dias. *Ação Civil Pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários*. In: XXV Congresso Nacional do Conpedi - Cidadania e Desenvolvimento Sustentável, 2016, Curitiba-PR. XXV CONGRESSO DO CONPEDI - CURITIBA PROCESSO, JURISDIÇÃO E EFETIVIDADE DA JUSTIÇA III. Florianópolis - SC: Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-graduação em Direito - CONPEDI, 2016. pp. 131-149, p. 140.

[43] *"... há interesses individuais que, considerados em seu conjunto, passam a ter significado ampliado, de resultado maior que a simples soma das posições individuais e cuja lesão compromete valores comunitários privilegiados pelo ordenamento jurídico."* ZAVASCKI, Teori Albino. *O Ministério Público e a defesa de direitos individuais homogêneos*. Revista Trimestral de Direito Público, n. 7, São Paulo: Malheiros, 1994, pp. 148 – 158. *"O critério para o 'salto de qualidade' desses interesses uniformizados pela origem comum, que lhes permite a tutela coletiva, não se reduz apenas ao aspecto da expressão numérica dos sujeitos concernentes, ou seja, à óptica quantitativa, mas impende valorizar a base qualitativa, ou seja: quando razões de ordem social, econômica ou mesmo de melhor técnica processual recomendem o trato processual coletivo da matéria."* MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Interesses difusos e coletivos*. RT. v. 747, São Paulo: RT, jan. 1998. pp. 67-84. p. 76. Em sentido contrário, ARENHART explica que *"pouco importa para a caracterização dos direitos individuais homogêneos que os interesses em questão sejam indivisíveis ou de caráter indisponível. Não são esses elementos que caracterizam os direitos individuais como homogêneos. De fato, nada há na lei que autorize esse entendimento. Nem há qualquer outra razão que assim o reclame. Substancialmente, a assimilação da ideia de direitos individuais homogêneos a uma suposta natureza indisponível do interesse tem sua origem numa deturpação decorrente da interpretação sobre a extensão da legitimidade dada ao Ministério Público para a tutela desses interesses. Porque, em jurisprudência, é frequente o entendimento de que o Ministério Público só ostenta legitimidade para a proteção de interesses individuais homogêneos que tenham essa condição de indisponibilidade (ou de relevância social, como se verá a seguir), acabou-se por estender esses requisitos para toda a tutela de direitos individuais homogêneos, mesmo quando promovida por outros legitimados."* ARENHART, Sérgio Cruz. *A tutela coletiva de interesses individuais*: Para além da proteção dos interesses individuais homogêneos. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 132.

[44] *"... nos interesses individuais homogêneos, conduzidos coletivamente por força da origem comum, cada membro do grupo é titular de direitos subjetivos clássicos, divisíveis por natureza, tanto assim que cada um pode levar a juízo a sua demanda a título individual. E no processo coletivo, a solução não é necessariamente igual para todos, uma vez que cada qual pode ver sua demanda acolhida ou rejeitada por circunstâncias pessoais. Cuida-se agora de um feixe de interesses que podem ser tratados coletivamente, firme restando a coexistência da tutela tradicional, a título individual. Se se tratasse de litisconsórcio, estaríamos perante o litisconsórcio comum e facultativo."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *Significado social, político e jurídico da tutela dos interesses difusos*. In: A marcha do processo. São Paulo: Forense Universitária, 2000. pp. 17-23, p. 20.

[45] *"... é preciso que não se confunda defesa de direitos coletivos (e difusos) com defesa coletiva de direitos (individuais). Direito coletivo é direito transindividual (= sem titular determinado) e indivisível. Pode ser*

determinadas demandas individuais que encontravam óbices à sua judicialização, em razão de questões como (i) a insuficiência dos mecanismos processuais existentes[46], como, por exemplo, o litisconsórcio, para a sua adequada e efetiva proteção; (ii) o desincentivo causado pela pequena expressão econômica de determinadas ações individuais, quando singularmente consideradas, (as quais, quando consideradas em conjunto, assumem expressão relevante); e (iii) a difícil comprovação de lesões observadas singularmente, em contraposição à sua clara aferição, quando verificadas sob a ótica do grupo[47].

Há aqueles, ainda, que entendem não serem os direitos individuais homogêneos uma terceira categoria de direito material, ao lado dos direitos difusos e direitos coletivos (*stricto sensu*), e sim um reflexo de tais direitos na esfera individual. Para tais autores[48], os

---

difuso ou coletivo stricto sensu*. Já os direitos individuais homogêneos são, na verdade, simplesmente direitos subjetivos individuais. A qualificação de homogêneos não desvirtua essa sua natureza, mas simplesmente os relaciona a outros direitos individuais assemelhados, permitindo a defesa coletiva de todos eles. "Coletivo", na expressão "direito coletivo" é qualificativo de "direito" e por certo nada tem a ver com os meios de tutela. Já quando se fala em "defesa coletiva" o que se está qualificando é o modo de tutelar o direito, o instrumento de sua defesa. Identificar os instrumentos próprios para defesa de cada uma dessas categorias de direitos e estabelecer os limites que o legislador impôs à sua utilização, eis, portanto, o objeto primordial deste estudo."* ZAVASCKI, Teori Albino. *Defesa de direitos coletivos e defesa coletiva de direitos*. Revista Forense, ano 91, v. 329, jan.-mar. 1995. pp. 147-160. p. 148.

[46] Nas palavras de GRINOVER, fazia-se necessário o *"fortalecimento da posição do consumidor em juízo – até agora pulverizada, isolada, enfraquecida perante a parte contrária que não é, como ele, um litigante meramente eventual -, exigindo um novo enfoque da* par condicio *e do equilíbrio das partes, que não fossem garantidos no plano meramente formal"*, de modo que era imperativa a necessidade de o legislador pátrio criar *"novas técnicas que, ampliando o arsenal de ações coletivas previstas no ordenamento, realmente representassem a desobstrução do acesso à justiça e o tratamento coletivo de pretensões individuais que isolada e fragmentariamente poucas condições teriam de adequada condução."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *O novo processo do consumidor*. Revista de Processo. vol. 62, abr.-jun. 1991, pp. 141-152. p. 141.

[47] Para ARENHART, a proteção coletiva dos direitos individuais homogêneos satisfaz a três funções principais: (i) a mencionada *"facilitação de acesso ao Poder Judiciário de questões que, de outra forma, não poderiam ser judicializadas"*, de modo que se não fosse o mecanismo da tutela coletiva, tais questões não teriam condições de serem levadas ao judiciário, o que criaria uma barreira prática que *"implicaria clara violação à garantia do acesso à justiça (art. 5º, XXXV da CF/1988)"*; (ii) o *"tratamento uniforme de situações que podem se enquadrar na mesma hipótese normativa"*, na medida em que a tutela coletiva seria necessária para a *"uniformização do entendimento judicial sobre certo litígio e, consequentemente, a preservação da isonomia"*; e (iii) a racionalização da distribuição da prestação jurisdicional, de sorte a evitar *"a) a necessidade de manifestações judiciárias idênticas em casos dispersos; b) o gasto de recursos judiciários para tratar de questões já resolvidas; c) o desperdício do tempo da prestação de serviços públicos; d) o excesso de demandas a serem examinadas pelo Poder Judiciário"*. ARENHART, Sérgio Cruz. *A tutela coletiva de interesses individuais*: Para além da proteção dos interesses individuais homogêneos. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. pp. 124-126.

[48] ARENHART, citando Alcides Munhoz da Cunha, afirma que, segundo este autor, *"os interesses individuais homogêneos seriam como um 'reflexo' dos direitos coletivos e difusos no campo individual. Em seu entender 'os interesses individuais homogêneos não se situam propriamente como um* tertium genus *de interesses metaindividuais, a par dos interesses difusos e coletivos. Parecem se situar como uma peculiar modalidade de interesses difusos e coletivos'. Ainda segundo o mesmo autor, os interesses individuais homogêneos, em que pese o nome dado, devem ser conceituados como interesses metaindividuais porque pressupõem 'interesses coordenados e justapostos que visam a obtenção de um mesmo bem, de uma mesma utilidade indivisível'. Somente no momento da liquidação é que tais interesses seriam propriamente divididos, mas até esse momento – enquanto se busca a condenação genérica – pretende-se 'um bem indivisível para uma multiplicidade de vítimas com interesses convergentes na obtenção da condenação'. Fundamentalmente, portanto, os interesses*

direitos individuais homogêneos se inseririam no plano do direito processual, por meio do reconhecimento de pretensões indenizatórias individuais no âmbito das execuções de sentenças condenatórias, decorrentes de sentenças proferidas em processos coletivos. Tal posicionamento foi acolhido pelo Supremo Tribunal Federal, que, quando do julgamento de ação civil pública ajuizada para discutir mensalidades escolares, reconheceu que *"quer se afirme na espécie interesses coletivos ou particularmente interesses homogêneos,* stricto sensu*, ambos estão nitidamente cingidos a uma mesma relação jurídica-base e nascidos de uma mesma origem comum, sendo coletivos, explicitamente dizendo, porque incluem grupos, que conquanto atinjam as pessoas isoladamente, não se classificam como direitos individuais, no mesmo sentido do alcance da ação civil pública, posto que sua concepção finalística destina-se à proteção do grupo."*[49].

Sob o ponto de vista processual, a proteção coletiva dos interesses e direitos no ordenamento jurídico é feita hoje por meio de dois grupos de mecanismos[50]: (i) as ações de controle de constitucionalidade por via de ação direta, que, em muitos casos, promovem uma proteção mediata dos interesses e direitos coletivos (*lato sensu*)[51]; e (ii) os mecanismos para a veiculação imediata de pretensões subjetivas de caráter coletivo, notadamente a ação popular, a ação civil pública, o mandado de segurança coletivo e a legitimação ampliada das entidades associativas para atuarem em nome dos respectivos associados[52].

---

individuais homogêneos poderiam ser vistos como o direito à indenização decorrente da violação de direitos metaindividuais." ARENHART, Sérgio Cruz. *A tutela coletiva de interesses individuais*: Para além da proteção dos interesses individuais homogêneos. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. pp. 128-129.

[49] STF, Pleno. RE 163.231/SP, rel. Min. Maurício Correa. DJU 29.06.2011, p. 55.

[50] BARROSO, Luís Roberto. *A proteção coletiva dos direitos no Brasil e alguns aspectos da class action norte-americana*. Revista Jurídica Empresarial, ano II, n. 8, maio/junho 2009, pp. 31-55, p. 37.

[51] *"Embora a ação direta não se destine, em teoria, à tutela de direitos subjetivos, e sim da integridade do sistema constitucional, na prática ela constitui um primeiro mecanismo de defesa coletiva de direitos por entes da sociedade civil. Preenchido o requisito da pertinência temática, podem eles postular a invalidade de leis que afetem negativamente as categorias por elas representadas."* BARROSO, Luís Roberto. *A proteção coletiva dos direitos no Brasil e alguns aspectos da class action norte-americana*. Revista Jurídica Empresarial, ano II, n. 8, maio/junho 2009, pp. 31-55, p. 39.

[52] Cabe esclarecer que a legitimidade da associação para a ajuizar a ação civil pública, não se confunde com a previsão constante no art. 5º, XXI da Constituição Federal que prevê que as *"entidades associativas, quando expressamente autorizadas, têm legitimidade para representar seus filiados judicial ou extrajudicialmente"*. Neste caso as associações representam os seus associados judicialmente, ao passo que, na ação civil pública, há substituição processual, agindo a associação em nome próprio. Corroborando tal entendimento, WATANABE ensina que, considerando a constituição de determinada associação para a defesa dos interesses de seus associados, ao ingressar em juízo para defender determinado interesse coletivo dos associados, estará defendendo um interesse próprio, uma vez que os interesses dos associados são também interesses da própria associação, que foi constituída justamente com tal propósito. WATANABE, Kazuo. *Tutela jurisdicional dos interesses difusos*: a legitimação para agir. In: Grinover, Ada Pellegrini. A tutela dos interesses difusos. São Paulo: Max Limonad, 1984; Revista de Processo, v. 34, p. 197 – 206, São Paulo, RT, abr.-jun. 1984; RJTJESP, v. 88, p. 16.

Dentre os mecanismos de veiculação imediata, a LACP criou a ação civil pública como forma de tutela de interesses e direitos coletivos (*lato sensu*), por meio de regramento específico, compatível com a sua natureza coletiva. Tal lei, entretanto, não fixou mecanismos para a reparação dos danos individualmente sofridos no âmbito da violação a tais interesses e direitos, determinando que eventual indenização deveria ser revertida a fundo, cujo objetivo seria reconstituir os bens lesados (coletivamente considerados)[53]. Dessa forma, os indivíduos prejudicados no âmbito das referidas violações estavam obrigados a buscar no processo comum os meios para se ver ressarcidos pelos prejuízos sofridos.

A partir do efetivo reconhecimento dos interesses e direitos individuais homogêneos com o CDC[54], criou-se o regime processual das *"Ações Coletivas Para a Defesa de Interesses Individuais Homogêneos",* aplicável especificamente a tais interesses e direitos. Tal regime permitiu a utilização de regras típicas do processo coletivo para o ressarcimento de danos pessoalmente sofridos por indivíduos[55].

---

[53] Nesse sentido, MANCUSO, antes da promulgação do CDC, esclarecia que na LACP *"a condenação pecuniária e a restituição das coisas ao* status quo ante *se fazem a nível do coletivo e não do individual, já que o objeto da ação depassa a órbita de interesse dos cidadãos individualmente lesados, para abranger, antes o interesse difuso carente de proteção"*, chamando atenção para o fato de que *"juristas de renome já estão estudando a forma processual pela qual se preencheria essa lacuna na Lei 7.347/85, por modo que os indivíduos lesados pudessem obter o ressarcimento cabível"*. MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 7.12.89*. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano. 78, vol. 650, dez. 1989, pp. 31-39, p. 34.

[54] Não obstante o reconhecimento expresso da existência dos interesses e direitos individuais homogêneos somente ter ocorrido com o CDC, GRINOVER ressalva ser a Lei nº 7.913/89 a *"primeira* class action for damages *do direito brasileiro"* e, portanto, a primeira forma de tutela coletiva de tais interesses e direitos no país – a qual possibilitou que os investidores/titulares de valores mobiliários se habilitassem no processo coletivo, de sorte a ser indenizados na proporção do respectivo prejuízo. GRINOVER, Ada Pellegrini. *O novo processo do consumidor*. Revista de Processo. vol. 62, abr.-jun. 1991, pp. 141-152. p. 144. ZAVASCKI, por sua vez, aponta a intervenção ou a liquidação extrajudicial, pelo Poder Executivo, em sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado de capitais como *"a primeira, ao que parece, forma de tutela de direitos individuais homogêneos, como veio a ser conhecida mais tarde essa classe de direitos"* ZAVASCKI, Teori Albino. Tutela jurisdicional dos acionistas e investidores do mercado de valores mobiliários. Simpósio sobre direito dos valores mobiliários. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 1998, pp. 8-9.

[55] É importante lembrar, ainda, que a mera constatação da violação a direitos individuais homogêneos, no caso concreto, não significa que a ação coletiva será necessariamente o meio mais adequado para a sua defesa. É imprescindível que se verifique se os elementos concretos tornam a tutela coletiva mais eficiente do que a tutela individual, de modo que o modelo coletivo somente deverá ser aplicado, caso seja mais benéfico que o do 'processo clássico individual'. Nesse sentido, GRINOVER lembra que a opção pela tutela coletiva no caso concreto deverá levar em conta questões como a prevalência no caso concreto dos aspectos comuns em comparação aos aspectos individuais: *"A prova do dano pessoal e do nexo causal pode ser tão complexa, no caso concreto, que tornará praticamente ineficaz a sentença condenatória genérica do art. 95, a qual só reconhece a existência do dano geral. Nesse caso, a vítima ou seus sucessores deverão enfrentar uma fase de liquidação tão complicada quanto uma ação condenatória individual, até porque ao réu devem ser asseguradas as garantias do devido processo legal, notadamente o contraditório e a ampla defesa e a via da ação coletiva terá sido inadequada para a obtenção da tutela pretendida. (...) Quanto mais os aspectos individuais prevalecerem sobre os comuns, tanto mais a tutela coletiva será inferior à individual, em termos*

Dessa forma, e sem prejuízo dos demais mecanismos para tutela coletiva no ordenamento pátrio, teria o legislador diferenciado dois regimes processuais coletivos[56]: (i) a ação civil pública, voltada primordialmente à proteção dos direitos de natureza coletiva; e (ii) a ação coletiva, voltada à proteção de direitos aprioristicamente individuais, mas cuja tutela coletiva se mostra conveniente e adequada - sem olvidar-se, contudo, da possibilidade de aplicação das normas da LACP às ações coletivas naquilo que não contrariar o CDC[57].

A doutrina, contudo, diverge sobre a relevância prática de tal distinção, inclusive no que se refere à nomenclatura utilizada[58], uma vez que há autores que sustentam ser bastante similar o procedimento de ambas ações[59].

A principal diferença entre as duas ações residiria no fato de que, nas ações coletivas (*i.e.* aquelas destinadas à tutela de interesses e direitos individuais homogêneos), a legitimidade do substituto processual cessa no momento em que for prolatada sentença genérica de procedência[60], sendo certo que, após esse momento, os indivíduos deverão

---

de eficácia da decisão. Na linguagem do Código de Defesa do Consumidor, quanto mais heterogêneos os direitos individuais, tanto menos útil a sentença genérica do art. 95 e inadequada a via da ação civil pública reparatória de danos individuais. Assim, no nosso sistema jurídico, à impossibilidade jurídica do pedido acrescentar-se-á frequentemente a falta de interesse de agir (interesse-utilidade e interesse-adequação)." GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo: Thomson Reuters- RT, 2014, pp.1161-1186. p. 1171.

[56] Dentre aqueles que entendem que a ação civil pública e a ação coletiva são institutos diferentes, (i) ALMEIDA associa a ação coletiva à tutela de interesses e direitos individuais homogêneos, e a ação civil pública à proteção de interesses e direitos difusos e/ou coletivos (*stricto sensu*) - ALMEIDA, João Batista de. *Ação civil pública e ação coletiva*: afinidades e distinções. Revista de Direito do Consumidor, v. 26, p. 113 – 118, São Paulo, abr.-jun. 1998; e (ii) MAZZILLI, em sentido diverso, entende que, independentemente do tipo de interesse e/ou direito coletivo que a ação visa a tutelar, esta será classificada como civil pública quando ajuizada pelo Ministério Público - MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo*: meio ambiente, consumidor, patrimônio cultural, patrimônio público e outros interesses. 16. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 66.

[57] Ainda, foi acrescido o art. 21 à LACP que determinou a aplicação *"à defesa dos direitos e interesses difusos, coletivos e individuais, no que for cabível, os dispositivos do Título III da lei que instituiu o Código de Defesa do Consumidor"*.

[58] VIGLIAR prefere adotar para todos os tipos de ações que visem à tutela de interesses e direitos transindividuais a nomenclatura "ação coletiva", tendo em vista que a ação civil pública nada representa, pois *"não indica o direito material que se tutela nem tampouco quem ajuíza a ação"* VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Interesses Individuais Homogêneos e seus aspectos polêmicos*. São Paulo: Saraiva, 2003. pp. 42–43.

[59] BARROSO sustenta que, apesar da diferenciação adotada pelo CDC entre ação civil pública e ação coletiva, tal diferenciação é meramente terminológica e não merece maiores aprofundamentos, uma vez que *"o procedimento a ser seguido é praticamente o mesmo em ambas as hipóteses"* BARROSO, Luís Roberto. *A proteção coletiva dos direitos no Brasil e alguns aspectos da* class action *norte-americana*. Revista Jurídica Empresarial, ano II, n. 8, maio/junho 2009, pp. 31-55, p. 42.

[60] Como consequência, a ação específica para o cumprimento da sentença proferida na ação coletiva, *"em que os danos serão liquidados e identificados os respectivos titulares, dependerá da iniciativa do próprio titular do direito lesado, que será, por conseguinte, representado e não substituído no processo"*. ZAVASCKI, Teori

habilitar-se ao recebimento do *quantum* devido (provando a relação de causalidade entre o dano pessoalmente sofrido e o dano coletivamente reconhecido) e promover a liquidação da sentença, seja diretamente, seja pelas entidades legitimadas. Caso não se verifique a habilitação de interessados em número compatível com a gravidade do dano, a indenização deverá ser revertida a fundo, cuja finalidade é a reparação dos danos causados a interesses difusos e coletivos[61]. Para ZAVASCKI, tal característica evidenciaria a clara opção do legislador de não vincular o patrimônio jurídico individual aos efeitos da sentença prolatada no âmbito da tutela coletiva[62].

Outro importante elemento diferenciador das ações civis públicas e ações coletivas – que também evidencia a opção legislativa de não vincular os indivíduos à sentença coletiva – é o caráter necessariamente condenatório das sentenças proferidas no âmbito das ações coletivas[63], em contraposição à possibilidade de verificação de sentenças constitutivas e declaratórias ações civis públicas, cuja natureza tende a ser universal[64].

Albino. *Defesa de direitos coletivos e defesa coletiva de direitos*. Revista Forense, ano 91, v. 329, jan.-mar. 1995. pp. 147-160, p. 156.

[61] Em que pese tal fundo tenha sido criado com a finalidade de auxiliar na proteção de direitos e interesses coletivos (*lato sensu*), percebe-se que este não tem desempenhado a sua função, sendo de pouca utilidade prática. Nesse sentido, ARENHART afirma que *"os recursos geridos por esses fundos têm sido mal aplicados e com pouquíssimos reflexos para a proteção dos interesses coletivos ou de massa. Embora os dados ainda sejam insuficientes, é fácil notar que a finalidade a que se destinava o depósito dos recursos obtidos com a execução coletiva nesses fundos de interesses difusos não tem sido atingida"*. ARENHART, Sérgio Cruz. *Perfis da Tutela Inibitória Coletiva*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2003. pp. 74-75.

[62] Tal opção também pode ser evidenciada pelos limites da coisa julgada nas ações coletivas (a ser abordada com mais detalhes nos próximos capítulos) que, nos termos do art. 103, III do CDC, apenas será *erga omnes* para certificar a obrigação genérica do réu, no caso de procedência do pedido, hipótese em que beneficiará todas as vítimas e seus sucessores. Exclui-se, contudo, dos efeitos da coisa julgada aqueles que tenham intervindo como litisconsortes (mesmo no caso de improcedência do pedido) e aqueles que preferirem manter em curso ações individuais paralelas à ação coletiva (mesmo no caso de procedência do pedido).

[63] Dispõe o art. 95 do CDC que*, "em caso de procedência do pedido, a condenação será genérica, fixando a responsabilidade do réu pelos danos causados"*.

[64] A esse respeito, é importante mencionar que as "class actions" que serviram de inspiração para a tutela coletiva dos interesses individuais homogêneos, não restringem o seu âmbito de atuação a sentenças meramente condenatórias, conforme item b, 2 da *Rule 23 of Federal Rules of Civil Procedure*, que admite o cabimento da ação quando *"the party opposing the class has acted or refused to act on grounds generally applicable to the class, thereby making appropriate final injunctive relief or corresponding declaratory relief with respect to the class as a whole"*. Entretanto, tal modelo é possível graças a faculdade conferida aos indivíduos de exercerem o direito de "opt out", afastando-se do âmbito de eficácia da sentença coletiva. Como não há mecanismo semelhante no Brasil, torna-se temerário vincular os particulares a sentenças coletivas, quando não se dispõe de mecanismos fortes para que os particulares optem por vincular-se ou não à sentença. Nesse sentido, ARENHART explica que *"se o interessado não pretende insurgir-se contra a violação, não cabe ao legitimado coletivo fazê-lo. In casu, isso dificultaria a autorização de sentenças declaratórias e constitutivas que tendem a ser universais, ou seja, dificilmente permitem a cisão dos efeitos para apanhar apenas aqueles que tenham de fato pretendido buscar a tutela jurisdicional"*. ARENHART, Sérgio Cruz. *Perfis da Tutela Inibitória Coletiva*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2003. p. 286.

Fato é que as diferenças entre tais ações adquirem menor importância a partir do reconhecimento da existência, em nosso ordenamento, de um microssistema processual coletivo, formado, dentre outros, pela LACP, o CDC e a Lei nº 7.913/89, os quais independentemente da natureza do direito violado, devem ser aplicados, em conjunto[65], da maneira mais eficiente possível para que a tutela coletiva seja possibilitada[66].

Ressalte-se, por fim, haver relevantes discussões doutrinárias e jurisprudenciais acerca de outros temas processuais relacionados às ações civis públicas/ações coletivas, como, por exemplo, o âmbito da competência para processar e julgar as demandas. Contudo, o aprofundamento sobre questões processuais atinentes a tais ações não é o objeto de análise no presente trabalho, sendo importante apenas ressaltar-se a sua existência e delinear as principais discussões travadas.

---

[65] GRINOVER, ao analisar a Lei nº 7.913/89, afirma que *"não importa o objeto da demanda em defesa de interesses ou direitos difusos, coletivos ou individuais homogêneos: firmada a natureza metaindividual do direito, qualquer que seja o âmbito da demanda em sua defesa, aplicar-se-ão às ações coletivas as disposições processuais do CDC e da Lei da Ação Civil Pública. No caso concreto, portanto, não há exclusão de legislações e vias processuais: aplicam-se, à tutela dos interesses ou direitos em comento, as três leis indicadas."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo: Thomson Reuters- RT, 2014, pp. 1161-1186. p. 1175. Conforme esclarece ALVIM, *"embora a ação civil pública tenha sido concebida originariamente para a tutela de interesses difusos ou coletivos, em função da simbiose existente entre o Código de Defesa do Consumidor e a Lei da Ação Civil Pública (v. art. 21 da Lei n. 7.347/85, acrescentado pelo art. 117 do CDC; e, em face do artigo 90, do CDC, em relação à aplicabilidade da LACP ao CDC), presta-se, também, à tutela de interesses individuais homogêneos"*. MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (coords.). *Apontamentos sobre o processo das ações coletivas*. Direito Processual Coletivo. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41.

[66] Conforme já enfatizou GRINOVER, o processo coletivo é guiado por princípios específicos, com contornos bastante abrangentes, como o princípio do acesso à justiça e da instrumentalidade das formas: *"2.1. Princípio do acesso à justiça. (...) O princípio que, no processo individual, diz respeito exclusivamente ao cidadão, objetivando nortear a solução de controvérsias limitadas ao círculo de interesses da pessoa, no processo coletivo transmuda-se em princípio de interesse de uma coletividade, formada por centenas, milhares e às vezes milhões de pessoas. E o modo de ser do processo, que, quando individual, obedece a esquemas rígidos de legitimação, difere do modo de ser do processo coletivo, que abre os esquemas da legitimação, prevendo a titularidade da ação por parte do denominado 'representante adequado', portador em juízo de interesses e direitos de grupos, categorias, classes de pessoas. (...) 2.7. Princípio da instrumentalidade das formas. (...) As normas que regem o processo coletivo, ao contrário, devem ser sempre interpretadas de forma aberta e flexível – há disposição expressa nesse sentido no Anteprojeto de Código Brasileiro de Processos Coletivos – e o juiz encontrará nelas sustentáculo para uma postura menos rígida e formalista. O princípio geral do processo coletivo – capaz de transmitir-se ao processo individual – é muito claro, nesse campo: observado o contraditório e não havendo prejuízo à parte, as formas do processo devem ser sempre flexibilizadas"* GRINOVER, Ada Pellegrini. *Direito Processual Coletivo*. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo: Thomson Reuters- RT, 2014, pp. 397-399.

CLASS ACTIONS PARA A TUTELA COLETIVA NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

1. Introdução

Tem-se tornado cada vez mais frequente nos Estados Unidos da América, a propositura de *class actions* contra companhias brasileiras que possuem ADRs negociados no mercado de capitais norte-americano. As ações buscam o ressarcimento dos prejuízos suportados pelos investidores deste mercado, em razão, na grande parte dos casos, da desvalorização dos títulos de emissão de tais companhias, decorrente de falha na divulgação de informações relacionadas a ilícitos praticados no âmbito dessas.

Com o cenário político conturbado, as empresas brasileiras citadas em casos de corrupção se tornaram alvo desse tipo de ação, que se identifica mais como uma linha de negócios para os escritórios de advocacia norte-americanos do que uma iniciativa dos investidores para buscar indenização. Os próprios escritórios muitas vezes arcam com os custos de propositura da *class action* com o objetivo de receberem uma parcela da indenização que, quase sempre, é negociada em acordo entre a companhia e os autores da *class action* para colocar fim à ação[67].

Segundo divulgado na mídia, há atualmente ao menos sete companhias que enfrentam esse tipo de processo em cortes de justiça norte-americanas, quais sejam: Petrobrás, Eletrobrás, Braskem, Vale, Gerdau, Bradesco e Embraer[68].

Dessa forma, muito se tem discutido sobre as medidas que podem ser adotadas no Brasil para o ressarcimento dos investidores à luz do que ocorre nos Estados Unidos da América, bem como nos eventuais reflexos que as *class actions* norte-americanas podem ter no âmbito da tutela do investidor nacional (*e.g.* o risco de os investidores norte-americanos

---

[67] *"Em fevereiro de 2005, foi aprovada lei federal denominada* Class Action Fairness Act of 2005*, com o propósito declarado de coibir abusos no emprego das ações de classe. A lei, de caráter claramente restritivo, institui regras de limitação ao recebimento de honorários e, determinados tipos de acordo (*coupon settlements*), de proteção contra perdas pelos membros da classe, de proteção contra discriminação dos membros da classe em razão do Estado de seu domicílio e impõe exigência de notificações a autoridades estaduais e federais de qualquer acordo proposto."* BARROSO, Luís Roberto. *A proteção coletiva dos direitos no Brasil e alguns aspectos da* class action *norte-americana*. Revista Jurídica Empresarial, ano II, n. 8, maio/junho 2009, pp. 31-55, pp. 53-54.

[68] Exame, 13 de agosto de 2016. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://exame.abril.com.br/mercados/as-brasileiras-que-despertaram-a-ira-do-investidor-gringo/

se verem ressarcidos em detrimento dos investidores nacionais ou, ainda, em montantes superiores a estes)[69].

Nesse contexto, para se analisar a ação civil pública para a tutela dos investidores do mercado de capitais nacional, torna-se indispensável o estudo das *class actions* na defesa coletiva dos investidores nos Estados Unidos da América, as quais foram utilizadas como inspiração para a criação da Lei nº 7.913/89[70].

Com efeito, a comparação dos modelos brasileiro e norte-americano é importante, de sorte a verificar se, e em que medida, elementos do modelo norte-americano poderiam contribuir para a interpretação do modelo brasileiro (sem descuidar das suas especificidades)[71], pois conforme já alertou SZTAJN, *"ampliar o alcance de aplicabilidade de institutos jurídicos conhecidos e reconhecidos é melhor técnica do que a 'importação' ou mescla de tipos de outros sistemas."*[72]

---

[69] Globo, 7 de janeiro de 2018. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://g1.globo.com/economia/noticia/investidor-da-petrobras-nao-pode-ser-duplamente-penalizado-diz-autor-de-acao-que-levou-a-acordo-nos-eua.ghtml

[70] *"Quando o Código de Defesa do Consumidor, em 1990, introduziu no ordenamento brasileiro a ação coletiva de defesa de interesses individuais homogêneos, inspirou-se sem dúvidas nas* class actions for damages *norte-americanas, mas adotou uma disciplina original, como se pode ver, por exemplo, pela inexistência do* opt out*, pelo tratamento diverso à* fluid recovery*, pela adoção de uma coisa julgada erga omnes, mas só para beneficiar os titulares dos direitos individuais, que ainda podem mover suas ações pessoais, após a improcedência da demanda coletiva."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. Processo societário / Flavio Luiz Yarshell, Guilherme Setoguti J. Pereira (coordenadores). São Paulo: Quartier Latin. 2012. pp. 27–58. pp. 30-31.

[71] *"É preciso evitar-se, a todo custo, que graves erros, dúvidas e equívocos, principalmente os decorrentes de mentalidade incapaz de captar com sensibilidade social as inovações e os provocados por vedetismo ou espírito político-eleitoreiro, possam comprometer irremediavelmente o êxito de todo esse instrumental, que tem tudo para solucionar adequadamente os inúmeros conflitos de interesses coletivos que marcam a sociedade contemporânea. Nos Estados Unidos, onde a* class action *tem longa tradição, há opiniões favoráveis.., e também negativas..., e não poucos que manifestam preocupação a respeito de sua correta utilização de modo a não transformá-las em instrumento de proveito egoístico de quem se propõe, em vez de fazê-las cumprir objetivos sociais a que se vocacionam. Com maior razão, preocupação redobrada devemos ter no Brasil, onde o individualismo é mais acentuado e não temos ainda tradição no trato com as demandas coletivas"* WATANABE, Kazuo. *As garantias do cidadão na justiça*. Autoria coletiva, coordenação do Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, São Paulo, Saraiva, 1993, p. 186

[72] SZTAJN, Rachel. *Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 93, janeiro/março 1994, pp. 104-108. p. 108.

2. Breve histórico e análise

A *class action* do direito norte-americano pode ser definida como o procedimento de tutela coletiva de interesses e direitos (muitas vezes individuais), encabeçado por uma pessoa ou grupo de pessoas que compartilham, entre si, tais interesses/direitos. No âmbito das *class actions* uma pessoa ou um grupo limitado de pessoas atua como representante da respectiva classe no polo ativo ou passivo da demanda, em razão do compartilhamento de um interesse comum[73].

Em que pese remontem ao século XII[74], as *class actions* foram codificadas em 1912 pela *Equity Rule 38*, que sistematizou, pela primeira vez, a definição normativa de "*class action"*. Segundo a *Equity Rule 38*, as *class actions* possuiriam os seguintes requisitos essenciais:

> *"inviabilidade da participação de todos os membros da classe no processo; adequada representatividade daquele membro da classe que participa diretamente da relação processual; presença de uma questão de fato ou de direito comum a todos os membros da classe, que, por seu turno, é formada, do ponto de vista substancial, por todos aqueles sujeitos aos quais a questão pode ser considerada comum"*[75].

Em 1938, foi editada a *Equity Rule 23* do *Federal Rules of Civil Procedure*, em substituição à *Equity Rule 38*. O texto original da *Equity Rule 23* previa hipóteses de cabimento das *class actions* de acordo com a natureza da afirmação de direito no caso. Os direitos coletivos indivisivelmente considerados foram abarcados pelas *true* e *hybrid class*

---

[73] BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta.* Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf. p. 3.

[74] *"The earliest example found by Yeazell of what he calls "group litigation" is Master Martin Rector of Barkway v. Parishioners of Nuthampstead (circa 1199). All that remains of Martin v. Parishioners are records of depositions, which are reported in 95 Seld. Society 8 (No. 210) (1981). The case concerned a dispute between the parishioners of the chapel of Nuthampstead and the rector of Barkway."* SPENCE, Susan T. *Looking Back . . . In a Collective Way*. A short history of class action law. Volume 11, Number 6 - July/August 2002. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://apps.americanbar.org/buslaw/blt/2002-07-08/spence.html

[75] BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta.* Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf página 3

actions e os direitos individuais divisíveis (conjuntamente tratados por sua origem comum), passaram a ser englobados pela *spurious class action*[76].

Tais categorias de *class actions* foram submetidas a regimes jurídicos distintos, que conferiam soluções alternativas à cada tipo de *class action*[77].

Contudo, a experiência jurídica norte americana identificou problemas práticos na aplicação da *Rule 23*, tendo em vista, principalmente, a dificuldade de se identificar a espécie de *class action* aplicável no caso concreto, tendo em vista a generalidade e imprecisão das definições[78].

---

[76] *"A so-called 'true' class action was involved when the class members possessed joint and common interests in the subject matter of the action; a 'hybrid' class action was present when several claims to the same property were being litigated; and what was described as a 'spurious' class action existed when persons possessing independent interests joined together in the suit".* COUND, John J., FRIEDENTHAL, Jack H., MILLER, Arthur R. e SEXTON, John E. *Civil Procedure* - Cases and Materials, St. Paul, West Publishing Co., 5a. ed., 1989, p. 657.

[77] *"Antes da reforma de 1966, a Regra 23, como visto, ensejava uma tríplice distinção das* class actions*, dependendo do* character of the right *deduzido em juízo e, por isso, diferente era a extensão dos limites subjetivos da coisa julgada (*binding effect*) em cada uma das espécies então concebidas. Com efeito, na denominada* true class action *– quando o direito da categoria era* joint *ou* common *- a eficácia ultra partes da decisão atingia diretamente todos os membros do grupo, ainda que estranhos ao processo. Tratando-se de hipótese de* hybrid class action *– quando os direitos dos componentes eram distintos (*several*), mas referentes a um único bem -, na qual havia um interesse comum, os efeitos da denominada* claim preclusion *atingiam todos os membros, tão-somente em relação aos seus respectivos direitos sobre o bem que havia sido objeto da controvérsia: 'bound all the class members with respect to their rights in the property that was the subject matter of the suit'. Por outro lado, na hipótese de* spurious class action *– quando os direitos dos componentes eram distintos (*several*), mas dependentes de uma questão comum de fato ou de direito, ensejando uma decisão uniforme, a qual, como decorre da própria denominação, apenas do ponto de vista prático era inserida entre as* class actions*, a sentença projetava os seus efeitos exclusivamente àqueles que participavam do processo: 'bound only the parties before the court'."* TUCCI, José Rogério Cruz e. Class action *e mandado de segurança coletivo*. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 26.

[78] *"... in practice, the terms 'joint', 'common', etc. which were used as the basis of Rule 23 classification proved obscure and uncertain. Nor did the Rule provide an adequate guide to the proper extent of the judgements in class actions. First, we find instances of the courts classifying actions as 'true' or intimating that the judgements would be decisive for the class where these results seemed appropriate but where reached by dint of depriving the world 'several' of coherent meaning. Second, we find cases classified by the courts as 'spurious' in which, on a realistic view, it would seem fitting for the judgements to extend class."* COUND, John J., FRIEDENTHAL, Jack H., MILLER, Arthur R. e SEXTON, John E. Civil. *Civil Procedure Supplement*, St. Paul, West Publishing Co., 1990. pp. 70-71.

Em razão de tais dificuldades, a redação da *Rule 23*[79] foi alterada em 1966[80].

---

[79] *"(a) Prerequisites. One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all members only if:*
(1) the class is so numerous that joinder of all members is impracticable;
(2) there are questions of law or fact common to the class;
(3) the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class; and
(4) the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class.
(b) Types of Class Actions. A class action may be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if:
(1) prosecuting separate actions by or against individual class members would create a risk of:
(A) inconsistent or varying adjudications with respect to individual class members that would establish incompatible standards of conduct for the party opposing the class; or
(B) adjudications with respect to individual class members that, as a practical matter, would be dispositive of the interests of the other members not parties to the individual adjudications or would substantially impair or impede their ability to protect their interests;
(2) the party opposing the class has acted or refused to act on grounds that apply generally to the class, so that final injunctive relief or corresponding declaratory relief is appropriate respecting the class as a whole; or
(3) the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy. The matters pertinent to these findings include:
(A) the class members' interests in individually controlling the prosecution or defense of separate actions;
(B) the extent and nature of any litigation concerning the controversy already begun by or against class members;
(C) the desirability or undesirability of concentrating the litigation of the claims in the particular forum; and
(D) the likely difficulties in managing a class action.
(c) Certification Order; Notice to Class Members; Judgment; Issues Classes; Subclasses.
(1) Certification Order.
(A) Time to Issue. At an early practicable time after a person sues or is sued as a class representative, the court must determine by order whether to certify the action as a class action.
(B) Defining the Class; Appointing Class Counsel. An order that certifies a class action must define the class and the class claims, issues, or defenses, and must appoint class counsel under Rule 23(g).
(C) Altering or Amending the Order. An order that grants or denies class certification may be altered or amended before final judgment.
(2) Notice.
(A) For (b)(1) or (b)(2) Classes. For any class certified under Rule 23(b)(1) or (b)(2), the court may direct appropriate notice to the class.
(B) For (b)(3) Classes. For any class certified under Rule 23(b)(3), the court must direct to class members the best notice that is practicable under the circumstances, including individual notice to all members who can be identified through reasonable effort. The notice must clearly and concisely state in plain, easily understood language:
(i) the nature of the action;
(ii) the definition of the class certified;
(iii) the class claims, issues, or defenses;
(iv) that a class member may enter an appearance through an attorney if the member so desires;
(v) that the court will exclude from the class any member who requests exclusion;
(vi) the time and manner for requesting exclusion; and
(vii) the binding effect of a class judgment on members under Rule 23(c)(3).
(3) Judgment. Whether or not favorable to the class, the judgment in a class action must:
(A) for any class certified under Rule 23(b)(1) or (b)(2), include and describe those whom the court finds to be class members; and
(B) for any class certified under Rule 23(b)(3), include and specify or describe those to whom the Rule 23(c)(2) notice was directed, who have not requested exclusion, and whom the court finds to be class members.
(4) Particular Issues. When appropriate, an action may be brought or maintained as a class action with respect to particular issues.
(5) Subclasses. When appropriate, a class may be divided into subclasses that are each treated as a class under this rule.
(d) Conducting the Action.
(1) In General. In conducting an action under this rule, the court may issue orders that:

(A) determine the course of proceedings or prescribe measures to prevent undue repetition or complication in presenting evidence or argument;
(B) require—to protect class members and fairly conduct the action—giving appropriate notice to some or all class members of:
(i) any step in the action;
(ii) the proposed extent of the judgment; or
(iii) the members' opportunity to signify whether they consider the representation fair and adequate, to intervene and present claims or defenses, or to otherwise come into the action;
(C) impose conditions on the representative parties or on intervenors;
(D) require that the pleadings be amended to eliminate allegations about representation of absent persons and that the action proceed accordingly; or
(E) deal with similar procedural matters.
(2) Combining and Amending Orders. An order under Rule 23(d)(1) may be altered or amended from time to time and may be combined with an order under Rule 16.
(e) Settlement, Voluntary Dismissal, or Compromise. The claims, issues, or defenses of a certified class may be settled, voluntarily dismissed, or compromised only with the court's approval. The following procedures apply to a proposed settlement, voluntary dismissal, or compromise:
(1) The court must direct notice in a reasonable manner to all class members who would be bound by the proposal.
(2) If the proposal would bind class members, the court may approve it only after a hearing and on finding that it is fair, reasonable, and adequate.
(3) The parties seeking approval must file a statement identifying any agreement made in connection with the proposal.
(4) If the class action was previously certified under Rule 23(b)(3), the court may refuse to approve a settlement unless it affords a new opportunity to request exclusion to individual class members who had an earlier opportunity to request exclusion but did not do so.
(5) Any class member may object to the proposal if it requires court approval under this subdivision (e); the objection may be withdrawn only with the court's approval.
(f) Appeals. A court of appeals may permit an appeal from an order granting or denying class-action certification under this rule if a petition for permission to appeal is filed with the circuit clerk within 14 days after the order is entered. An appeal does not stay proceedings in the district court unless the district judge or the court of appeals so orders.
(g) Class Counsel.
(1) Appointing Class Counsel. Unless a statute provides otherwise, a court that certifies a class must appoint class counsel. In appointing class counsel, the court:
(A) must consider:
(i) the work counsel has done in identifying or investigating potential claims in the action;
(ii) counsel's experience in handling class actions, other complex litigation, and the types of claims asserted in the action;
(iii) counsel's knowledge of the applicable law; and
(iv) the resources that counsel will commit to representing the class;
(B) may consider any other matter pertinent to counsel's ability to fairly and adequately represent the interests of the class;
(C) may order potential class counsel to provide information on any subject pertinent to the appointment and to propose terms for attorney's fees and nontaxable costs;
(D) may include in the appointing order provisions about the award of attorney's fees or nontaxable costs under Rule 23(h); and
(E) may make further orders in connection with the appointment.
(2) Standard for Appointing Class Counsel. When one applicant seeks appointment as class counsel, the court may appoint that applicant only if the applicant is adequate under Rule 23(g)(1) and (4). If more than one adequate applicant seeks appointment, the court must appoint the applicant best able to represent the interests of the class.
(3) Interim Counsel. The court may designate interim counsel to act on behalf of a putative class before determining whether to certify the action as a class action.
(4) Duty of Class Counsel. Class counsel must fairly and adequately represent the interests of the class.
(h) Attorney's Fees and Nontaxable Costs. In a certified class action, the court may award reasonable attorney's fees and nontaxable costs that are authorized by law or by the parties' agreement. The following procedures apply:

Nos termos do item a - *"Prerequisites"* da atual redação da *Rule 23*, para que qualquer *class action* seja cabível, é necessária a verificação dos seguintes pré-requisitos gerais: (i) a categoria de legitimados deve ser tão numerosa que a reunião de todos se torne impraticável; (ii) devem se identificar questões de direito ou de fato comuns ao grupo; (iii) os pedidos ou defesa dos litigantes devem coincidir com os pedidos ou defesas da própria classe; e (iv) os litigantes devem atuar e defender adequadamente os interesses da classe.

Além dos requisitos de cabimento gerais para a propositura das *class actions*, é necessário que haja, no caso concreto, pelo menos uma das situações fáticas identificadas no item b da *Rule 23* - *"Types of Class Actions"*. Tais situações evidenciam o reconhecimento, pelo sistema jurídico, da insuficiência da tutela individual, que justifica o ajuizamento da *class action* em determinados casos, senão veja-se:

O item b, 1, da *Rule 23* enfatiza a possibilidade de a admissão de ações individuais propostas por/em face dos indivíduos do grupo implicar decisões contraditórias e/ou prejudicar determinado membro do grupo em detrimento de outros. Nesses casos, a *class action* torna-se necessária para garantir a submissão igualitária de todos os membros de uma determinada classe à mesma decisão judicial.

O item b, 2, da *Rule 23* identifica a situação em que nasce para a classe o direito de exigir uma obrigação de fazer ou não fazer contra aquele que agiu de maneira inadequada, afetando a classe como um todo. Em tais casos, não há, em regra, uma pretensão indenizatória por parte dos membros da classe, mas a necessidade de fazer com que aquele que tenha violado interesses e direitos do grupo aja ou deixe de agir de determinada forma.

Conforme aponta BARROSO, tal hipótese é evidenciada em casos relacionados aos *"*civil rights*, nos quais uma classe – negros, mulheres, imigrantes – alega discriminação*

---

(1) A claim for an award must be made by motion under Rule 54(d)(2), subject to the provisions of this subdivision (h), at a time the court sets. Notice of the motion must be served on all parties and, for motions by class counsel, directed to class members in a reasonable manner.
(2) A class member, or a party from whom payment is sought, may object to the motion.
(3) The court may hold a hearing and must find the facts and state its legal conclusions under Rule 52(a).
(4) The court may refer issues related to the amount of the award to a special master or a magistrate judge, as provided in Rule 54(d)(2)(D)."

[80] Conforme esclarece ZACLIS, *"muito embora a mudança levada a efeito em 1966 (ainda em vigor, com algumas alterações introduzidas em 1998 e 2003) tivesse abolido referência anterior à classificação tríplice, a distinção permaneceu no espírito do sistema: as class actions estadunidenses continuam abrigando, quer a defesa de direitos coletivos indivisivelmente considerados (true e hybrid), quer a tutela de direitos individuais divisíveis, conjuntamente tratados por sua origem comum (spurious)"*. ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 36.

por parte, por exemplo, de seu empregador", de modo que *"a decisão judicial será uma* injunction *ou um* declaratory relief *– vale dizer, a proibição ou a imposição de determinada conduta -, não se prestando este tipo de ação de classe a pedido de indenização."*[81]

Dada a natureza do direito tutelado no caso do item b, 1, e a natureza dos provimentos abarcados no caso do item b, 2, em princípio[82], não é possível que qualquer membro do grupo se exima dos efeitos da decisão proferida[83].

O item b, 3, da *Rule 23* prevê hipótese em que a corte verifica (i) a predominância das questões de direito e de fato comuns ao grupo sobre as questões atinentes aos membros individualmente - requisito que se aproxima das ideias de "origem comum" e "homogeneidade" exigidas pelo direito brasileiro para a tutela dos direitos individuais homogêneos; e (ii) o reconhecimento da conveniência e adequação da *class action* como mecanismo mais eficiente para assegurar a tutela dos direitos individuais dos membros do grupo.

Tal modalidade de *class action*, conhecida como *class action for damages*, é a que mais se assemelha à ação civil para a tutela coletiva de direitos individuais homogêneos no

---

[81] BARROSO, Luís Roberto. *A proteção coletiva dos direitos no Brasil e alguns aspectos da class action norte-americana*. Revista Jurídica Empresarial, ano II, n. 8, maio/junho 2009, pp. 31-55, p. 51.

[82] *"nas ações em que a Rule 23 não oportuniza o* opt out*, que são as do tipo (b)(1) e (b)(2), a notificação fica a critério do juiz, conforme se extrai da leitura de (c)(2)(A). Issacharoff justifica essa previsão argumentando que, nesses casos, não existe um direito individual independente dos demais, igualmente envolvidos no litígio. O exemplo do autor é a dessegregação escolar. Não há como imaginar um direito individual, independente do direito dos demais alunos, de se estudar em uma escola não segregada. Por isso, a pretensão de controle individual do processo, por cada um dos envolvidos no problema concreto, é fraca. Antes da decisão da Suprema Corte em Eisen, que será detalhada a seguir, alguns tribunais entenderam que o direito de notificação se estendia também aos membros da classe nas ações de tipo (b)(1) e (b)(2), como consequência da garantia do devido processo legal. Academicamente, mesmo depois de Eisen, autores apontam que permitir que alguém seja vinculado a um processo que sequer sabe que existiu é 'patentemente injusto' e, por isso, acarretaria violação ao devido processo legal."* VITORELLI, Edilson. *O devido processo legal coletivo*: dos direitos aos litígios coletivos. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2016. pp. 344-345.

[83] BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras*: pontos para uma reflexão conjunta. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf p. 10. Ademais, é importante lembrar que é possível que um membro ausente da classe, após finda a ação, obtenha a declaração da sua não vinculação à ação (e consequentemente aos efeitos da sentença) em razão da ausência de representação adequada no caso: *"muitas vezes, senão sempre, alguém que foi tido como integrante de uma* class action*, se vier a mover a sua ação, agora individualmente, isto acarreta que, preliminarmente, nesse segundo processo, haver-se-ão de estabelecer, se houve ou se não houve coisa julgada para esse, desde que tenha sido ausente. E isto se resolverá à luz da indagação, em relação ao primeiro processo (o da* class action*), consistente em saber, se, nesse primeiro, houve efetivo e pleno esforço na defesa deste, agora, litigante individual. Portanto, pode-se dizer que a admissão da ação individual – para nos utilizarmos de nossa linguagem – exige a solução da questão preliminar de ocorrência, ou não, da coisa julgada."* ARRUDA ALVIM NETTO, José Manoel de. *Código do Consumidor Comentado*, São Paulo. Revista dos Tribunais. 2ª ed. 1995. pp. 352-353.

Brasil, abarcando direitos individuais dos membros do grupo, que serão tratados de forma coletiva em prol, principalmente, da eficiência e economia processual.

Contudo, para que tal tratamento coletivo seja possível, é necessário que se considere a existência de fatores que evidenciem a necessidade de admissão da ação como *class action*, como os apontados nas letras A, B, C e D do item b, 3, da *Rule 23*, os quais foram traduzidos e sistematizados por BUENO:

> *"(i) análise de qual é o interesse dos membros da classe em proporem ou se defenderem em ações individuais; (ii) a extensão e a natureza de litígios, já iniciados ou não, pelos sujeitos que poderiam dar ensejo à formação de uma* class*, ou em face dos mesmos; (iii) a conveniência de concentrar o litígio perante um só juízo, que seja apto para resolução da controvérsia, implicando que tal medida minimize a potencialidade de duplicação de esforços (economia processual), bem como a possibilidade de decisões contraditórias; (iv) as dificuldades de ser administrada ou gerenciada a ação na forma de* class action*"*[84].

Em razão da natureza individual do direito tutelado no caso, é possível que os membros da classe exerçam o direito de *opt out*, para serem excluídos dos efeitos da decisão proferida.

Para tanto, é garantida ampla publicidade às *class actions for damages*, considerando-se a necessidade (amplamente reconhecida pela jurisprudência norte-americana) de que *"seja dada notícia individual e pessoal para todos os membros da classe que possam ser identificados e encontrados com um esforço razoável, mesmo que a classe seja formada por milhões de pessoas"* [85].

Por fim (e sem prejuízo de outros requisitos/procedimentos específicos atinentes às *class actions*, cuja análise torna-se menos relevante para os fins ora propostos), está prevista também na *Rule 23* a necessidade de o juiz certificar ou não a ação como *class action*, em

[84] BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras*: pontos para uma reflexão conjunta. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf p. 8 e 9

[85] BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta.* Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf. p. 17.

vista da verificação dos requisitos previstos nos itens (a) e (b), para que esta prossiga como tal[86].

[86] *"Na hipótese de negativa de certificação da classe, a ação poderá prosseguir por seu autor (ou autores) como ação individual (mesmo que litisconsorciados), isto é, sem a possibilidade de extensão da* res judicata *para aqueles que não agirem diretamente (membros ausentes)."* BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta.* Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf. p. 19-20.

3. Princípio do *Full Disclosure* e a *Fraud-on-the-Market Theory*

Feita esta breve análise sobre as *class actions*, é importante analisar a utilização de tais ações no contexto dos litígios envolvendo valores mobiliários (*securities litigation*).

Ao contrário do que ocorre no Brasil, nos Estados Unidos da América, a proteção ao investidor não está concentrada no órgão regulador (*Securities and Exchange Commission - SEC*), mas nos próprios investidores[87], que dispõem dos meios processuais adequados para tutelar os seus próprios interesses, seja individualmente, via *individual lawsuits*[88], seja coletivamente, via, especialmente, *class actions.*

A *US Securities Laws* (regulação federal do mercado de capitais norte-americano) é um sistema baseado no princípio da *full disclosure* (ampla publicidade)[89], segundo o qual a negociação regular de determinado valor mobiliário pressupõe a inexistência de omissão ou erro material nas informações divulgadas ao público[90].

---

[87] *"Com efeito, na prática norte-americana, por exemplo, o modelo legal de regulação do mercado de capitais está profundamente ligado ao desenvolvimento de ações judiciais de responsabilidade civil movidas por investidores. Cabe observar que há mesmo um grande incentivo por parte da autoridade administrativa encarregada da fiscalização do mercado (a Securities and Exchange Commision) à proposição de ações de responsabilidade pelos investidores lesados, posto que a aplicação da lei, via ações judiciais, de certa forma alivia a atividade disciplinar daquela Comissão. Trata-se da aplicação da filosofia do 'cidadão-Ministério Público, pela qual busca-se promover inúmeros incentivos à proposição de ações de responsabilidade civil, as quais são visualizadas não apenas como instrumento de recomposição de prejuízos, mas também como fator de prevenção de condutas ilegais."* EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*. In: Revista dos Tribunais. São Paulo: RT, v.XXIII, n. 56, out.-dez., 1984, pp. 47 – 62, p. 49.

[88] *"What determines when a shareholder's suit should be brought derivatively, and when it should be brought directly by the individual shareholder or on behalf of a class of shareholders? The question is important because of the special procedural requirements that apply to derivative suits. In a borderline case plaintiffs may prefer to have their suit characterized as direct rather than derivative. A formal answer to this question is that a derivative suit is called for when the wrong complained of primarily constituted an injury to the corporation, whereas a direct suit is appropriate when the injury was primarily to the shareholder(s) as such."* CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 662.

[89] O Direito norte-americano prevê que a obrigação de a companhia divulgar uma informação (e o consequente direito do mercado de exigir tal divulgação) nascerá quando: *"(i) uma norma determinar a obrigatoriedade da divulgação ('for an omission to be actionable, the securities laws must impose a duty to disclose the omitted information'); ou (ii) a divulgação for medida essencial para evitar que os investidores sejam iludidos (...) A responsabilidade civil decorre da violação do direito dos investidores às informações relevantes para amparar suas decisões. A divulgação, portanto, torna-se obrigatória quando a informação for considerada relevante para os investidores."* PEIXOTO, Bruno Lana; Araújo, Marina. *A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma Análise Teleológica à Luz do Direito Norte-Americano*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 279-311. p. 297.

[90] Em relação às principais regras do *US Securities Law* podem-se citar o *Securities Act* e o *Exchange Act*. Nesse sentido: *"O Securities Act promulgado, destarte, em 1933, é considerado como a primeira e fundamental iniciativa de um arcabouço regulatório que tornar-se-ia massiva ao longo dos setenta e cinco anos seguinres e que permeia, atualmente, a negociação de valores mobiliários nos Estados Unidos. Enquanto*

Com base em tal princípio, presume-se que os investidores estarão aptos e resguardados no âmbito da negociação dos títulos de determinada companhia, na medida em que for assegurada a ampla divulgação das informações a esta atinentes[91]. Não se faz necessário, a princípio, analisar-se a viabilidade ou atratividade da emissão em questão, mas tão somente garantir que todas as informações relevantes cheguem ao conhecimento do público, que, dessa forma, estará apto a tomar decisões informadas no processo de aquisição/negociação dos títulos[92].

---

pedra angular da regulamentação, o Securities Act estabelece regras para a emissão inicial de valores mobiliários, tornando obrigatória a divulgação de informações relevantes por meio de prospecto na ocasião de ofertas públicas de ações, e confere aos investidores meios para responsabilizar a companhia em casos de 'misinformation' nos seus documentos de registro. No ano subsequente, foi promulgado o não menos crucial Exchange Act, (i) ampliando-se o escopo e a extensão da obrigação de divulgação de informações relevantes para abranger títulos já emitidos e em circulação e (ii) estabelecendo os mecanismos de combate à fraude e manipulação, nas esferas administrativa, penal e cível. Foi, assim, fundada a Securities and Exchange Comission, agência reguladora responsável pelo public enforcement *– em conjunto com a persecução criminal pelo Department of Justice e US Attorneys que ganharia notoriedade em Wall Street apenas décadas mais tarde – e os dispositivos atinentes à responsabilidade civil dos infratores perante os lesados."* PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. *A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma análise Teleológica à Luz do Direito Norte Americano*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 279-311, pp. 285-286.

[91] *"A clássica tese da eficiência dos mercados que recebeu formidável projeção a partir da publicação dos estudos de Eugene Fama assevera que os preços vigentes das ações e demais títulos são resultantes (ou já incorporam) todas as informações disponíveis no mercado – tornando, assim, na ausência de fraude e* insider trading*, hercúlea, se não impossível, a tarefa de 'beat the market'. A qualidade e quantidade das informações detêm, nesse contexto, fundamental importância e correlação direta com a correta fixação do preço dos ativos. A destinação e distribuição dos recursos da economia entre esses, ou seja, a eficiente alocação de capital, é efeito direto da ampla informação.."* PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. *A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma análise Teleológica à Luz do Direito Norte Americano*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 279-311, pp. 286-287.

[92] *"The Federal Securities Act of 1933 (the Securities Act) is based on a philosophy of full disclosure rather than on an ideal of substantive regulation. One of its major goals is to deter promotional frauds. It also aims at making sure investors have adequate information for rational investment decision making. The Securities Act is designed to ensure that when offering securities for sale to potential investors, corporations and other issuers of securities provide adequate and accurate information about themselves and the securities they are offering. (...) The Securities Act does not attempt to prevent people from making and acting on their own judgments about which investments are desirable. The SEC will not refuse or let a registration statement become effective on the ground that the securities are overpriced, or that the issues' business plans are too risky for the average investor, or that the issues' business plans are harebrained. Nor does the SEC produce ratings of securities or otherwise pass on their merits for the guidance of potential investors. It simply requires disclosure of certain kinds of information as a precondition to the public offering and sale of securities. Its goal is to mitigate imperfections in the securities markets by making it easier for participants to engage in informed decision making."* CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986, pp. 719-720. No mesmo sentido: *"Federal regulation of the securities markets began in the 1930s following the collapse of the markets in the Great Depression. In response, the US Congress enacted a series of statutes between 1933 and 1940. These statutes were designed to protect US investors by promoting public disclosure of material facts with respect to companies whose securities are publicly offered or traded in the securities markets. Potential investors are assumed to be capable of making their own investment decisions when they have at their disposal sufficient information concerning the issuer and the issued*

Tradicionalmente, o investidor que ajuizasse uma ação pretendendo responsabilizar determinado agente[93] em decorrência da divulgação de informação falsa ou omissão fraudulenta precisava demonstrar que tal falha tinha desempenhado um papel substancial na sua decisão de investimento[94]. Dada a subjetividade de tal prova, tornava-se muito difícil a sua demonstração no caso concreto, especialmente no âmbito das *class actions*, o que prejudicava em larga escala o ressarcimento dos investidores lesados[95].

---

securities." BARTOS, Jim. *United States Securities Law: A Practical Guide*. Kluwer Law International. 3rd ed. 2006. pp. 1-2.

[93] Nos Estados Unidos da América, com base da Rule 10(B)-5 do Exchange Act, a responsabilidade das companhias pela divulgação de informação falsa (ou tendenciosa) ou omissão fraudulenta é solidariamente estendida para todos os que tenham contribuído para a prática do ato: *"o Exchange Act estabelece a responsabilidade solidária de qualquer pessoa que exerça controle sobre o infrator, notadamente a controladora perante a companhia subsidiária que cometeu a ilegalidade (...) Os* underwriters*, por exemplo, serão responsabilizados se estiverem envolvidos na elaboração, aprovação e divulgação de um prospecto que contenha informações falsas, tendenciosas, incompletas ou omitidas. De fato, a extensa aplicação da Rule 10b-5 pelos tribunais ensejou a sua atual configuração, fruto, desse modo, de construção jurisprudencial ao longo de décadas, como bem resume célebre frase segundo a qual a Regra 10b-5 constitui 'the judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn'."* PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. *A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma análise Teleológica à Luz do Direito Norte Americano*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 279-311. pp. 299-300.

[94] SHULMAN, Zachary. *Fraud-on-the-Market Theory After Basic Inc. v. Levinson.* Cornell Law Review. Volume 74. Issue 5. July 1989. Article 13. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3430&context=clr. pp. 964-965.

[95] "*The reliance element requires the plaintiffs to prove that they relied on the misleading public statements of the defendants (the company's directors, the bank, the asset manager, etc.), which caused them to suffer a loss. Easy to establish in the context of face-to-face transactions, this reliance requirement proved much harder for plaintiffs to satisfy in the context of mass impersonal transactions, such as those carried out in developed securities markets. Were the reliance requirement to be strictly construed, it would require a practically impossible investigation into the individual state of mind of several thousand members of the class – thus barring all securities fraud litigation from being the vehicle of access to justice that class action was initially designed to be. Class actions gain their legitimacy from principles of judicial economy and efficiency, so a class action that does not ensure efficiency is by definition problematic (Gordon 2013). According to Rule 23 of the Federal Rules of Civil Procedure, a class action is permitted, if 'the court finds that the questions of law or fact common to the members of the class predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for the fair and efficient adjudication of the controversy' (Fed. R. Civ. P. 23 (b)(3)). This requirement that common issues 'predominate' over individual issues is extremely important, because '[r]equiring proof of individualized reliance from each member of the proposed plaintiff class effectively would [prevent named plaintiffs] from proceeding with a class action, since individual issues then would ... overwhelm [...] the common ones' (Basic, 231)."* Efficient market hypothesis and fraud on the market theory a new perspective for class actions. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível emhttps://www.researchgate.net/publication/301757281_Efficient_market_hypothesis_and_fraud_on_the_market_theory_a_new_perspective_for_class_actions

Nesse sentido, a jurisprudência norte-americana[96], baseada na interpretação da *Rule 10(B)-5*[97] do *Exchange Act* (que dispõe sobre o combate aos atos ilícitos no mercado capitais), desenvolveu a chamada *fraud-on-the-market theory.* Segundo tal teoria, em um mercado eficiente[98], há a legítima expectativa dos investidores de que o preço do valor mobiliário negociado reflita todas as informações disponíveis da sua emissora[99].

Como decorrência, o investidor que pleitear indenização em razão da negociação de valor mobiliário com preço inflado ou depreciado, não precisaria comprovar que negociou

---

[96] *"Em dezembro de 1978, a sociedade Combustion Engineering Inc. e a Basic Incorporated ("Basic Inc.") deliberaram a sua fusão. Nos dois anos que antecederam a decisão, representantes de ambas sociedades realizaram diversas reuniões para discutir a operação. Durante esse período, a Basic Inc. pronunciou-se publicamente em 3 (três) ocasiões, nas quais negou a existência dessas tratativas e afirmou não ter conhecimento de qualquer motivo para a alta no volume de valores mobiliários negociados. Levinson era o representante da classe de ex-acionistas da Basic Inc. que vendeu suas ações entre a primeira declaração pública daquela companhia, no sentido de negar as acusações, e o anúncio de fusão. Foi movida a* class action *com fundamento na violação da Rule 10(b) e 10b-5, alegando-se que as declarações da companhia foram enganosas e que os investidores que compunham a classe foram prejudicados pela venda de suas ações por preços depreciados artificialmente. Na decisão, a Suprema Corte afirmou que os tribunais inferiores aplicaram corretamente a presunção de confiança nas informações divulgadas e no preço praticado no mercado, conforme a* fraud-on-the-market theory*, livrando os requerentes de um ônus probatório excessivo. A aplicação da teoria seria condizente com o senso comum e conhecimentos de probabilidade: um investidor que negocia ações pelo preço determinado por um mercado impessoal, o faz confiando também na integridade daquele preço. Uma vez que as informações públicas estão refletidas no preço a confiança do investidor nas declarações fraudulentas da companhia pode ser presumida para fins da Rule 10b-5. Naquela ocasião, reafirmou-se o entendimento adotado nos tribunais inferiores de que a* fraud-on-the-market theory *fundamenta-se nos pressupostos de que: (i) em um mercado eficiente, os preços dos valores mobiliários resultam do conjunto de todas as informações disponíveis; e (ii) os investidores acreditam que tais preços são, efetivamente, reflexos desse conjunto de informações, o que é determinante na sua decisão de compra ou venda dos títulos."* EIZIRIK, NELSON. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102. p. 87.

[97] Tal norma prevê a responsabilidade solidária de todas as pessoas (jurídicas e físicas) que tenham contribuído para a prática de divulgação de informação falsa (ou tendenciosa) ou omissão fraudulenta:*"Rule 10b-5: Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security."*

[98] *"A eficiência do mercado é avaliada com base nos chamados 'fatores Cammer': porte da companhia; percentual relevante de ações em circulação; acompanhamento de suas atividades pela imprensa e por analistas financeiros; liquidez das ações; presença de grandes investidores institucionais; inexistência de oscilações bruscas; impacto na cotação das ações em decorrência de novos anúncios e eventos não previstos."* EIZIRIK, NELSON. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102. p. 90-91.

[99] EIZIRIK, NELSON. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102. p. 87.

o título em razão da informação falsa ou omissão fraudulenta[100], mas tão somente demonstrar a verificação de determinados requisitos[101] como, por exemplo, o nexo de causalidade entre a informação falsa ou omissão fraudulenta e o prejuízo sofrido pelo investidor - *"loss causation"* - o qual foi reconhecido no julgamento do caso *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* em 2005[102].

Frise-se que a Suprema Corte Americana, no julgamento do caso *Halliburton II*[103], entendeu que a responsabilização decorrente da aplicação da *fraud-on-the-market theory*

---

[100] *"The FMT serves to establish the plaintiff's reliance requirement. It provides the plaintiff with a rebuttable presumption of reliance on the integrity of the market. To overcome the presumption, a defendant must sever 'the link between the alleged misrepresentation' and the plaintiff's injury."* SHULMAN, Zachary. *Fraud-on-the-Market Theory After Basic Inc. v. Levinson.* Cornell Law Review. Volume 74. Issue 5. July 1989. Article 13. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3430&context=clr. p. 965.

[101] *"Para invocar a* fraud-on-the-market theory *e, desse modo, estabelecer a presunção relativa de confiança, o autor da ação de indenização deve demonstrar que (i) a informação era de conhecimento público; (ii) o mercado em que se negociava o papel era eficiente; e (iii) a compra e/ou venda ocorreu entre a divulgação da informação e a constatação da fraude. (...) Tanto a SEC quanto os próprios investidores podem ajuizar a ação com base na* fraud-on-the-market theory *em face daqueles que tenham violado a Rule 10b-5, desde que presentes os seguintes requisitos: (i) materialidade da informação falsa ou omissão cometida pelo réu da ação; (ii) que o réu tenha agido com intuito de fraudar, elemento conhecido no direito norte-americano como 'scienter'; (iii) relação entre a declaração falsa ou omissão e a compra ou venda do valor mobiliário; (iv) confiança do investidor na declaração divulgada; (v) perda econômica; e (vi) 'loss causation'. (...) Em decisões posteriores, a Suprema Corte reiterou a aplicação da* fraud-on-the-market theory *em ações coletivas, amenizando a necessidade de comprovação de certos requisitos da ação na fase preliminar de certificação da ação como uma* class action*, viabilizando a adesão do maior número de investidores."* EIZIRIK, NELSON. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102. pp. 87-91.

[102] "*… no court had definitively held whether a private plaintiff must demonstrate a causal connection between an alleged fraud and the subsequent loss to that plaintiff. This issue, referred to as 'loss causation', was decided by the Supreme Court in Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo. The Court, reversing a prior Ninth Circuit Court of Appeals, held 'loss causation' must be established in every case brought under Rule 10b-5 by pleading and proving a causal connection between the alleged fraud and the subsequent loss. This new requirement is commonly believed to have changed the landscape of private securities litigation, establishing a higher pleading hurdle in all securities-fraud cases. Interestingly, as this Commentary demonstrates, the federal securities."* CROSS, Oleg. *Dura Pharmaceuticals v. Broudo: The Unlikely Tort of "Securities Fraud*". Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com.br/&httpsredir=1&article=1010&context=djclpp_sidebar. p. 1.

[103] *"The U.S. Supreme Court's decision in Halliburton II may have kept alive the fraud on the market presumption ushered in by the Court's earlier ruling in Basic, but it also underscored that it is only a presumption. In light of that fact, the Court recognized a new path for defendants to rebut the presumption at the class certification stage; a path that envisioned broader discovery prior to the class-certification stage. The Court's ruling provides defendants with an opportunity to show that plaintiffs' fraud allegations had no impact on the stock's price before that defendant is forced to make the difficult trade-off of yielding to settlement pressures if the proposed class is certified or potentially expending substantial resources in defense of the claim at the merits stage."* SCHWARTZ, Victor E. APPEL, Christopher E. *Rebutting the Fraud on the Market Presumption in Securities Fraud Class Actions: Halliburton II Opens the Door*. Michigan Business & Entrepreneurial Law Review. Volume 5. Issue 1. 2016. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1036&context=mbelr. p. 58.

poderia ser afastada no caso concreto, caso os réus comprovassem que a informação falsa ou omissão fraudulenta não foi fundamental na oscilação do preço dos títulos[104].

Conforme mencionado, verifica-se a existência de um grande número de *class actions* ajuizadas nos Estados Unidos da América, com base na *fraud-on-the-market theory.* Há, inclusive, escritórios de advocacia norte-americanos que se destinam a monitorar a oscilação dos valores mobiliários no mercado. Em havendo uma mudança brusca, tais escritórios costumam enviar uma notificação aos titulares de valores mobiliários da respectiva companhia que foram prejudicados no período em questão, informando sobre a existência de investigações referentes à oscilação e pedindo para que tais titulares entrem em contato, para que possam ajuizar a *class action*.

O custo de oportunidade dos escritórios é muito baixo, pois não precisam desembolsar grandes recursos para a propositura da *class action*. Com a propositura da demanda, novos investidores podem a ela aderir, de modo que o valor envolvido aumenta. Como consequência, a ação se torna mais atrativa aos investidores e mais perigosa para os réus, que terão de desembolsar recursos bastante expressivos em caso de procedência dos pedidos. Nesses casos, é comum a celebração de acordos, para diminuir o risco ao qual a companhia fica exposta.

---

[104] *"Defense hopes that the presumption of reliance would be overruled have been dashed, and the world we live in still includes securities class actions. Nevertheless, the fact that the Supreme Court made clear that defendants can attempt to rebut the presumption of reliance at the class certification stage is a victory for defendants. How significant that victory ultimately will be may depend on the particular facts of each case, as well as how the courts address defense challenges to the applicability of the presumption of reliance. In the typical case—a positive announcement is followed by rise in the stock price, and a bad news announcement is followed by a sharp drop—Halliburton is not likely to change much. In other cases, in which the stock price movement is less clear, the decision may give rise to opportunities to narrow the class period or even defeat class certification entirely." Supreme Court Upholds Fraud-On-The-Market Presumption in Halliburton* Posted by Yaron Nili, Co-editor, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, on Tuesday, June 24, 2014. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://corpgov.law.harvard.edu/2014/06/24/supreme-court-upholds-fraud-on-the-market-presumption-in-halliburton/

Ainda que haja críticas ao sistema norte-americano[105], não há dúvidas de que este é responsável por assegurar a credibilidade do mercado de capitais do país[106], uma vez que garante aos investidores mecanismos eficientes para o seu ressarcimento, sobretudo nos casos em que haja a divulgação de informação falsa ou omissão fraudulenta de informações relevantes da emissora.

Como consequência, o mercado de capitais norte-americano, inserido em um sistema financeiro considerado como um dos mais desenvolvidos[107], tem sido historicamente utilizado como a principal fonte de financiamento da economia dos Estados Unidos da América – o que explica, em grande medida, o baixo grau de endividamento das empresas americanas e a não dominação do capital industrial pelo bancário, como ocorre no Brasil.

---

[105] *"Se há um evidente incentivo para os investidores eventualmente lesados ingressarem com ações de classe com fundamento na* fraud-on-the-market theory*, existe discussão acadêmica sobre a sua utilidade para a adequada regulação do mercado de capitais. Por outro lado, argumenta-se que o sistema norte-americano de 'enforcement' privado, baseado em ações judiciais, provê sanções para os transgressores da lei que, no agregado, são mais efetivas que a regulação estatal. Por outro lado, sustenta-se que a teoria já não goza de muito prestígio na esfera acadêmica, pregando-se uma atuação mais intensa da SEC para proteger eficazmente os investidores. Ou seja, melhor seria, nesta perspectiva, dobrar-se o orçamento da SEC, ao invés de incentivar-se as ações de classe."* EIZIRIK, NELSON. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102. p. 92.

[106] Há entendimento no sentido de que o modelo do *"private enforcement"* praticado nos Estados Unidos seria mais eficiente do que o modelo do *"public enforcement"* praticado, por exemplo, no Brasil. Nesse sentido: *"Uma série de estudos, como o desenvolvido por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer, demonstraram que a eficiência do* private enforcement*, em termos de* deterrence*, é maior que aquela apresentada pelo sistema de* public enforcement*. Apura-se que a obrigação de reparar exerce um peso maior que a imposição de multas e sanções penais: 'Public enforcement plays a modest role a? best in the development of stock markets. In contrast, the development of stock market is strongly associated with extensive disclosure requirements and relatively low burden of proof on investors seeking to recover damages resulting from omissions of material information from the prospectus.'"* PEIXOTO, Bruno Lana; Araújo, Marina. *A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma Análise Teleológica à Luz do Direito Norte-Americano*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 279-311. p. 295.

[107] Em relação aos critérios para a análise do grau de desenvolvimento dos sistemas financeiros: *"Um estudo desenvolvido pelo Banco Mundial constata que o grau de desenvolvimento de um sistema financeiro pode ser mensurado através de diversos indicadores. Em termos gerais, a existência de um arcabouço legislativo estável e de um Poder Judiciário efetivo, associado a baixos riscos de expropriação, permitem inferir o grau de estabilidade daquele mercado. Em termos mais específicos, os indicadores podem ser segmentados em quatro grupos, a saber, (i) ambiente associado ao investidor, (ii) estrutura informacional, (iii) transparência e (iv) infraestrutura sistêmica. A ausência de regras que confiram transparência às atividades das companhias aprofunda o quadro de assimetria informacional existente em relação aos investidores minoritários, elevando o risco moral (moral hazard) e, consequentemente diminuindo a atratividade de capital."* PEIXOTO, Bruno Lana; Araújo, Marina. *A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma Análise Teleológica à Luz do Direito Norte-Americano*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 279-311. p. 294.

AÇÃO CIVIL PÚBLICA PARA A TUTELA COLETIVA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

1. Destinatários da proteção legal

A Lei nº 7.913/89 tem como escopo, nos termos do seu art. 1º, *"evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado"*.

Da leitura do trecho acima, surgem duas principais dúvidas quanto aos beneficiários da proteção legal: (i) haveria distinção entre *"titulares de valores mobiliários"* e *"investidores do mercado"* para os fins da lei; e (ii) quais mercados estariam abrangidos pela expressão *"investidores do mercado"*?

EIZIRIK afirmou em 1992 que *"a redação do art. 1º, caput, justifica-se pelo fato de que nem todos os investidores do mercado de valores mobiliários são titulares de valores mobiliários"*[108], tomando como exemplo os investidores em fundos mútuos de ações, que, em que pese não fossem titulares diretos de valores mobiliários (tendo em vista que as cotas dos fundos não estavam à época inseridas na definição de valores mobiliários), seriam modalidade de investimento coletivo em valores mobiliários, integrando esse mercado e sendo submetidos à fiscalização da CVM.

TOLEDO, por sua vez, ressalvou em 1990 que, não obstante os dois grupos não se confundirem, o legislador teria restringido o conceito de investidores do mercado aos titulares de valores mobiliários, uma vez que o objeto da lei *"circunscreve-se ao mercado de valores mobiliários"*[109].

Convém lembrar, todavia, que grande parte dos textos que versam sobre a matéria foram produzidos antes da promulgação da Lei nº 10.303/01, que ampliou sobremaneira o rol de títulos e valores mobiliários listados no art. 2º da Lei nº 6.385/76, criando, inclusive, uma definição genérica para estes[110]. Dessa forma, é inegável que o novo e amplo conceito

---

[108] EIZIRIK, Nelson. *O conceito de valor mobiliário e o alcance da Lei n. 7.913-89. Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. pp. 147-163, p. 160.

[109] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89* – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, ano XXIX, v. 80, São Paulo, out.-dez. 1990, pp. 138-148, p. 139.

[110] Conforme previsto no art. 2º da Lei nº 6.3385/76, os requisitos atualmente exigidos para a caracterização de um título ou contrato de investimento como valor mobiliário são: *"a) emissão em massa (tendo em vista a coletividade de investidores); b) fungibilidade (possibilidade de substituição por outros títulos de mesma espécie, quantidade e qualidade); c) negociabilidade (seja no mercado de valores mobiliários ou fora deles); d) caráter de investimento que gere direito de participação, parceria ou remuneração; e) intuito lucrativo; f) existência de interesse comum por parte dos investidores no sucesso do investimento; g) presença do "aleatório" – figura do risco; e h) direitos e deveres oriundos da relação jurídica não se materializando,*

de valores mobiliários previsto na redação atual do art. 2º da Lei nº 6.385/76 – que passou a incluir *"toda uma nova diversidade de modalidades de investimento extremamente importante para o mercado de capitais"*, sendo certo que as *"cotas de fundo de investimento e os contratos de derivativos de qualquer natureza passaram a ser tratados como valores mobiliários, tendo como consequência a ampliação da competência da CVM para também regular essas modalidades de investimento"*[111] – enfraqueceu bastante a discussão sobre a relevância da diferenciação entre titulares de valores mobiliários e investidores do mercado de valores mobiliários.

Assim, considerando a ampliação do conceito de valores mobiliários, filiamo-nos à posição de BRUSCATO, segundo o qual, no âmbito do mercado de capitais, não haveria distinção entre os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, tendo em vista que *"todo investidor do mercado mobiliário é titular de valores deste tipo e vice-versa"*[112].

Ademais, em relação à segunda dúvida, nos parece que a posição mais acertada sobre a matéria é a adotada pelo Superior Tribunal de Justiça[113] no sentido de que a aplicação da Lei nº 7.913/89 estaria restrita ao mercado de valores mobiliários, dado o escopo de proteção legal previsto no seu art. 1º, circunscrito à competência fiscalizadora da CVM[114].

---

necessariamente, com a emissão de título "cartular", podendo os valores mobiliários ser incorpóreos ou intangíveis". NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Comentários ao tratamento jurídico conferido aos investidores no mercado financeiro e de capitais enquanto consumidores de produtos e serviços*: aspectos do regime do direito do consumidor aplicáveis aos mercados financeiro e de capitais no direito brasileiro. Revista luso-brasileira de direito do consumo, v. 5, n. 17, mar. 2015, pp. 231-255, p. 243.

[111] CARNEIRO DE QUEIRÓZ, *José Eduardo. Valor mobiliário, Oferta Pública e Oferta Provada*. Revista de Direito Bancário, n. 41, p. 122.

[112] BRUSCATO, Wilges. *A Proteção Judicial aos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, ano XLIV, v. 138, p. 35-52, São Paulo, abr.-jun. 2005. p. 39.

[113] *"A Lei 7.913/89, a seu turno, tem em mira a proteção de investidores do mercado mobiliário, que não deve ser confundido com o mercado financeiro. Este é regido pelas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil, atuando sob a fiscalização deste. Aquele está sujeito à disciplina e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários CVM"* STJ. RESP 13.847-RJ, rel. Min. FONTES DE ALENCAR.

[114] Em sentido contrário: (i) TANJI entende que a análise do sistema de tutela coletiva pátrio conduziria à constatação de que estariam abrangidos também pela tutela legal outros mercados como *"(i) mercado financeiro propriamente dito ou mercado de crédito; (ii) mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários; (iii) mercado monetário; e (iv) mercado cambial"*. TANJI, Marcia. *Mercado de capitais brasileiro e a tutela coletiva dos interesses*. Dissertação – Mestrado em Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2009. p. 12 – 13; e (ii) VERÇOSA, em texto produzido quando da promulgação da lei em 1989, afirmou não haver dúvidas de que a proteção legal visa a ultrapassar o conceito de valores mobiliários, voltando-se ao mercado em geral, e não apenas aos títulos que, nos termos da Lei nº 6.385/76, estariam sujeitos às regras e à fiscalização da CVM. Dessa forma, o autor sustentou que *"enquanto os valores mobiliários são somente aqueles previstos no art. 2º da Lei n. 6.3385/76, o mercado admite a negociação de muitos outros papéis, cujos proprietários – os investidores do mercado – adquirem uma proteção similar à outorgada aos*

Não obstante tal entendimento, é importante ressalvar que o microssistema de processo coletivo vigente também possibilita a tutela coletiva dos interesses e direitos transindividuais dos participantes dos mercados tipicamente de crédito (*i.e.* monetário, de crédito e de câmbio)[115]. De fato, em sendo verificada a violação a interesses e/ou direitos individuais homogêneos, ou até mesmo coletivos (*stricto sensu*) desses, é plenamente possível a tutela coletiva de suas pretensões, haja vista que nosso microssistema abarca outros diplomas legais que garantem tanto a proteção dos interesses e direitos essencialmente coletivos, quanto dos acidentalmente coletivos, sem limitações de cunho objetivo e/ou subjetivo[116].

Há quem defenda, ainda, a inserção dos titulares de valores mobiliários na categoria de consumidores. Para NAJJARIAN, o investidor não qualificado poderia ser caracterizado como consumidor, tendo em vista a sua costumeira hipossuficiência em relação aos integrantes do mercado financeiro e de capitais[117]. Para a autora, tal reconhecimento

---

primeiros. Essa proteção, portanto, vai muito além do espectro restrito dos valores mobiliários." VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Notas sobre o regime jurídico das ofertas ao público de produtos, serviços e valores mobiliários no direito brasileiro* – Uma questão de complementação da proteção de consumidores e de investidores. Revista de Direito Mercantil, ano XXXXVI, v. 105, jan.-mar. 1997, p. 82.

[115] O sistema financeiro brasileiro, caracterizado como o *"conjunto de instrumentos, mecanismos e instituições que asseguram a canalização da poupança para investimento, ou seja, dos setores que possuem recursos financeiros superavitários para os que desejam ou necessitam de recursos (deficitários)",* é dividido em cinco grandes mercados, os quais concentram núcleos de normas para a produção e a circulação de determinados bens: (i) o mercado monetário, que abrange *"operações para controle de oferta de moeda e taxas de juro de curto prazo com objetivo de garantir a liquidez da economia"*; (ii) o mercado de crédito, no qual instituições (financeiras e não financeiras) intermedeiam serviços para a disponibilização de recursos de curto e médio prazos para agentes deficitários; (iii) o mercado de câmbio, no qual são disciplinadas as trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional; (iv) o mercado de capitais, no qual são realizadas "*operações que não são de natureza creditícia, mas que visam canalizar recursos para as empresas, basicamente através de capital de risco"*; e (v) o mercado de derivativos, destinado a fornecer mecanismos para proteção contra risco de variação de preços, bem como opção de investimento baseada na *"expectativa de comportamento dos preços de determinado ativo em um tempo futuro"*. EIZIRIK, Nelson. *O conceito de valor mobiliário e o alcance da Lei n. 7.913-89. Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. pp. 147-163, p. 151 e *Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo*, p. 2. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf

[116] *"... considerando, pois, que o acesso à jurisdição por via de ação civil pública ou coletiva, sobre ser garantia constitucional, é ainda o único meio eficiente previsto em nosso Direito para garantir que todos os lesados possam ver submetidas suas pretensões ao Judiciário (pois, pelo sistema da legitimação individual, está demonstrado que a maioria dos lesados fica sem efetiva tutela jurisdicional), qualquer lei que impeça ou inviabilize a tutela coletiva é claramente inconstitucional."* MAZZILI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo*. 19. ed. São Paulo: Saraiva. 2010. p. 137.

[117] NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Comentários ao tratamento jurídico conferido aos investidores no mercado financeiro e de capitais enquanto consumidores de produtos e serviços*: aspectos do regime do direito do consumidor aplicáveis aos mercados financeiro e de capitais no direito brasileiro. Revista luso-brasileira de direito do consumo, v. 5, n. 17, mar. 2015, pp. 231-255, p. 232.

No mesmo sentido, *"há que se considerar, todavia, que o mercado de valores mobiliários e seus similares, ainda que rigidamente controlado pelos órgãos competentes (como a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, BOVESPA - Bolsa de Valores do Estado de São Paulo e até mesmo COMMODITIES), e com legislação*

implicaria a extensão de alguns direitos próprios do consumidor aos investidores do mercado, como, por exemplo, *"a possibilidade de direito de arrependimento e direito de devolução do ativo, valor mobiliário em determinadas hipóteses, sobretudo quando houvesse algum vício na emissão, ou seja, na gênese do valor mobiliário ou durante a sua colocação: erro, dolo coação, simulação ou fraude"*[118].

Em que pese a Exposição de Motivos da Lei nº 7.913/89 reconhecer que *"a crescente pulverização das participações acionárias no mercado de valores mobiliários possibilitou a criação de um tipo especial de consumidor"*[119] – antes mesmo que a definição de consumidor, como aquele que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final, fosse fixada pelo art. 2º do CDC –, entendemos, na linha defendida por VERÇOSA, que a proteção prevista no CDC não poderia abranger os produtos fornecidos no mercado de valores mobiliários. O autor sustenta que a restrição do conceito de fornecedor a aquele que desenvolve *"atividades de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços"*[120], evidenciaria a aplicabilidade do CDC apenas às relações de comércio estrito, nas quais não se insere as operações envolvendo valores mobiliários[121].

Ressalve-se, por fim, que a não caracterização dos investidores do mercado de valores mobiliários como consumidores, não afasta a incidência das normas de cunho processual constantes no CDC, referentes à ação coletiva, a aqueles. Conforme mencionado, o CDC tutelou indistintamente os interesses e direitos individuais homogêneos, alargando a

---

específica como as Leis 7.913/89 e 6.024/74, não está isento da possibilidade de causar danos a aplicadores/consumidores, que seguramente poderão se socorrer das normas do Código do Consumidor, que complementam, aonde compatíveis, a disciplina das leis acima mencionadas". ALVIM, Arruda et al. *Código do Consumidor Comentado*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995, p. 39 – 40.

[118] NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Comentários ao tratamento jurídico conferido aos investidores no mercado financeiro e de capitais enquanto consumidores de produtos e serviços*: aspectos do regime do direito do consumidor aplicáveis aos mercados financeiro e de capitais no direito brasileiro. Revista luso-brasileira de direito do consumo, v. 5, n. 17, mar. 2015, pp. 231-255, p. 253.

[119] ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 150-151, nota de rodapé.

[120] Conforme art. 3º do CDC.

[121] *"Verifica-se, portanto, que produto, para o Código do Consumidor, não é qualquer tipo de bem, mas somente aquele apto a prestar-se como objeto de relações de comércio em sentido estrito. Dessa forma, da proteção ali estabelecida escapam claramente os valores mobiliários que sejam oferecidos publicamente no mercado."* VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Notas sobre o regime jurídico das ofertas ao público de produtos, serviços e valores mobiliários no direito brasileiro* – Uma questão de complementação da proteção de consumidores e de investidores. Revista de Direito Mercantil, ano XXXXVI, v. 105, jan.-mar. 1997, p. 76.

tutela jurisdicional coletiva no Brasil. Nessa linha, doutrina[122] e jurisprudência[123] têm se posicionado no sentido que as normas constantes no Título III (Da Defesa do Consumidor em Juízo) não se restringem ao âmbito consumerista, estendendo-se às ações civis públicas, a teor do disposto no art. 21 da LACP, que prevê que *"aplicam-se à defesa dos direitos e interesses difusos, coletivos e individuais, no que for cabível, os dispositivos do Título III da lei que instituiu o Código de Defesa do Consumidor"*.

Dessa forma, consideramos que os destinatários da proteção prevista na Lei nº 7.913/89 são os titulares de valores mobiliários (indistintamente referidos nessa dissertação também como investidores), cujo campo de atuação restringe-se, consequentemente, ao mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários). Tal escopo, contudo, não afasta a possibilidade de tutela coletiva dos investidores dos mercados tipicamente de crédito pelo microssistema de processo coletivo, desde que verificada, no caso concreto, lesão ou ameaça de lesão a interesses e/ou direitos transindividuais.

---

[122] MANCUSO afirma que *"é importante, nessa resenha legislativa, levar na devida conta o fato de que a expressão 'interesses individuais homogêneos', surgida na Lei 8.078/90, art. 81, III, situa-se na parte processual dessa lei (título III), parte essa que se traslada para a lei que rege a ação civil pública, 'padrão' (7.347/85), por autorização constante do art. 117 daquela Lei 8.078/90 (v. art. 21 da Lei 7.347/85). (...) Sucede que o conceito e a disciplina dos interesses individuais homogêneos não se restringem necessariamente às relações de consumo (embora sua maior incidência nesse campo), senão que se estendem ao objeto da 'ação civil pública'"* MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Interesses difusos e coletivos*. RT. v. 747, São Paulo: RT, jan. 1998. pp. 67-84. p. 73.

[123] Conforme apontado por ALMEIDA, a posição atualmente adotada pelo Superior Tribunal de Justiça corrobora tal entendimento: *"a jurisprudência atual entende que 'o artigo 21 da Lei nº 7.347/85, com redação dada pela Lei nº 8.078/90, ampliou o alcance da ação civil pública também para a defesa de interesses e direitos individuais homogêneos não relacionados às relações de consumo' (RESP nº 1.199.611/RS, Segunda Turma, rel. Min. Mauro Campbell Marques, j. 19.10.2010)."* ALMEIDA, Gustavo Milaré. *Execução de interesses individuais homogêneos*: análise crítica e propostas. São Paulo: Atlas. 2014. p. 63.

2. Interesses e direitos tutelados

Grandes discussões têm sido travadas acerca da real natureza dos interesses e direitos tutelados pela Lei nº 7.913/89.

MANCUSO, em artigo escrito em 1989 – ou seja, antes da introdução no ordenamento brasileiro da categoria direitos individuais homogêneos pelo CDC – sustentou, sem adentrar em grandes discussões, que os direitos protegidos pela Lei nº 7.913/89 seriam difusos[124].

ZACLIS, apesar de não desconsiderar a importância da indenização individual no âmbito da aplicação da Lei nº 7.913/89, também entende que os direitos tutelados por esta seriam predominantemente difusos, tendo em vista o seu escopo primordialmente repressivo[125].

VIGLIAR, por sua vez, defende que, não obstante a categoria dos direitos individuais homogêneos ter sido expressamente reconhecida apenas posteriormente com a promulgação do CDC, a Lei nº 7.913/89 teria como escopo a tutela coletiva de tais interesses e direitos[126]. Sustenta o autor, contudo, que a intenção da Lei nº 7.913/89 seria, por meio da

---

[124] MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado uma análise da lei 7.913, de 7-12-89*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 78, n. 650, p. 31-39, dez. 1989.

[125] *"... embora não afaste o ressarcimento dos indivíduos lesados, o objetivo fundamental da ação de que trata a Lei 7.913/89 é o de fazer atuar a lei, impedindo que os infratores tirem proveito da violação praticada, verificando-se, destarte, o predomínio do objetivo repressivo em relação ao escopo simplesmente indenizatório. Pode-se concluir, portanto, que ela guarda muito mais proximidade com o modelo de uma* public action*, tal como configurada no projeto de lei apresentado no Senado estadunidense em 1978, do que com a* class action for damages *propriamente dita. (...) embora os interesses de que trata a Lei 7.913/89 sejam privativos, no que tange à fruição de cada um dos direitos individualmente considerados, na realidade, em face da difusão desses mesmos direitos em um espectro mais ou menos amplo de titulares, surge o interesse em que sejam tutelados de modo coletivo. Esse tratamento coletivo caracteriza-se pelas notas de indivisibilidade e de indeterminação, presentes até o momento do trânsito em julgado da sentença coletiva, de modo análogo ao que ocorre com a sentença a que alude o art. 95 do CDC. Somente após a prolação daquela sentença é que, por força das habilitações a serem promovidas pelos respectivos interessados - as quais, na verdade, consubstanciam ações individuais voltadas ao reconhecimento de seus direitos individuais propriamente ditos -, é que ditos interessados passam a ser determinados, operando-se, destarte, a divisão respectiva. Assim sendo, ao nosso ver, embora, na base, os interesses ou direitos sejam individuais, sua reprodução em massa faz nascer um interesse difuso na responsabilização do causador dos danos. Dizemos difuso tal interesse, por estarem nele presentes as características de indeterminação e indivisibilidade, as quais autorizam utilização da tutela coletiva."* ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, pp. 153 e 157

[126] *"Mesmo sem empregar a expressão, a Lei n. 7.913/89 foi a primeira a tutelar coletivamente interesses individuais homogêneos. (...) A Lei n. 7.913/89, como se pode observar, deixa clara a intenção do legislador de ampliar as hipóteses de cabimento da utilização da tutela jurisdicional coletiva."*. VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Tutela jurisdicional coletiva*. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2001, pp. 109-111.

tutela individual do investidor, proteger também o mercado de capitais e, em último grau, a economia[127].

De outro lado, GRINOVER defende que a tutela da Lei nº 7.913/89 abrangeria não apenas os interesses e direitos individuais homogêneos, mas também os coletivos (*stricto sensu*)[128] e MACIEL e MARTIN ampliam tal tutela para os difusos[129].

Em primeiro lugar, é importante esclarecer que as diferenças entre interesses e direitos difusos, coletivos (*stricto sensu*) e individuais homogêneos não é tão marcante quanto parece.

Conforme explica VITORELLI, a indivisibilidade da pretensão, que costuma ser o traço marcante para a diferenciação entre interesses e direitos coletivos (*lato sensu*) e individuais homogêneos, nem sempre é facilmente identificável no caso concreto. O autor utiliza como exemplo a segurança do trabalho, que seria um direito tipicamente coletivo (*stricto sensu*). Contudo, lembra que as prestações que tutelam esse direito são muitas vezes

---

[127] *"Se com a tutela prestada no caso concreto houver a preservação da segurança de todo o mercado de investimentos, indeterminadas serão as pessoas que terão se aproveitado do comando jurisdicional. Os reflexos da tutela, nesse caso, são muito mais abrangentes que os resultados práticos experimentados por um ou outro investidor. O que importa é a segurança da economia, não o investidor isoladamente considerado."* VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Tutela jurisdicional coletiva*. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2001, p. 110.

[128] A autora afirma, em relação aos interesses e direitos tutelados pela Lei nº 7.913/89, que *"os direitos são transindividuais na medida em que transcendem à relação jurídica individual, abrangendo, nos termos acima vistos, grupo, categoria ou classe de pessoas. São indivisíveis porque a satisfação do interesse ou direito por parte de um membro do grupo indica a igual satisfação por parte de todos os outros – ou, vice-versa, a negação do interesse ou direito para um significa igual negação para todos os outros. (...) De outro lado, os acionistas minoritários das companhias são igualmente titulares de direitos individuais homogêneos. Trata-se de direitos subjetivos clássicos, divisíveis, que podem ser tratados coletivamente – sem exclusão da possibilidade de tutela individual – por ostentarem as duas características que, como visto, são os requisitos da lei brasileira para que seja cabível, no caso, a tutela coletiva. Trata-se da homogeneidade e da origem comum."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo: Thomson Reuters-RT, 2014, pp. 1161-1186. p. 1169.

[129] *"São os interesses das próprias empresas que emitem títulos mobiliários; das sociedades corretoras, agentes e instituições financeiras que atuam no mercado de capitais; dos investidores que adquirem e negociam esses títulos; do próprio Estado que emite títulos públicos e, em última análise, da própria sociedade, haja vista que o mercado de valores mobiliários consiste em um bom termômetro para a aferição da economia e sustentabilidade do país. (...) Exemplificativamente, poderiam ser identificados como difusos os interesses dos investidores em geral no que confere à transparência, credibilidade e segurança jurídica do mercado de capitais, enquanto os interesses coletivos seriam aqueles de determinados grupos de acionistas ou investidores em títulos específicos no que tange à atuação de determinada companhia ou agente do mercado em respeito aos direitos indivisíveis do grupo. Interesses que são prestigiados pelo conjunto normativo que incentiva e fiscaliza a transparência das companhias, a comunicação dos fatos relevantes ao mercado, e pune a utilização indevida de informações privilegiadas."* MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. *Direitos difusos dos investidores no mercado de capitais*: repressão ao insider trading. In: Revista de direito empresarial- ReDE. São Paulo: Revista dos Tribunais, v.2, no.2, mar.-abr., 2014, pp. 159 – 185. p. 161.

divisíveis, o que permite que, no âmbito do mesmo litígio, a mesma pretensão seja qualificada como coletiva (*stricto sensu*) ou individual homogênea, a depender do modo como postulada em juízo[130]. O mesmo aconteceria com a pretensão de conter a epidemia de determinada doença. Caso se optasse por postular medidas de cunho geral, como a limitação à livre circulação das pessoas, tender-se-ia a classificar tal pretensão como difusa. De outro lado, eventual pleito de natureza individual, como a disponibilização de vacinas para um determinado grupo de indivíduos, transmudaria a natureza de tal pretensão para individual homogênea[131].

Já foi dito que o fim dos anos 80 foi marcado por grandes escândalos envolvendo o mercado de capitais brasileiro, o que, aliado à forte recessão da economia à época, evidenciou a necessidade premente do seu fortalecimento como forma de impulsionar o desenvolvimento econômico do país, face às dificuldades de se continuar com o modelo desenvolvimentista até então vigente. Nesse contexto, foi promulgada a Lei nº 7.913/89 que criou mecanismos para a prevenção e repressão de ilícitos cometidos no âmbito de tal mercado, com o intuito de lhe conferir maior credibilidade.

Percebe-se na Lei nº 7.913/89 a coexistência de um escopo repressivo, identificado na preocupação imediata de indenizar os investidores pelas perdas patrimoniais sofridas, com um escopo preventivo, refletido no esforço de se evitar a prática de ilícitos. Ambos os escopos, quando atingidos com sucesso, contribuem para o aumento da credibilidade do mercado de capitais e o consequente fortalecimento da economia do país[132].

GRINOVER associa tais escopos a dois tipos de tutelas distintas, sendo o preventivo voltado à defesa de interesses ou direitos coletivos (*stricto sensu*) e o repressivo

---

[130] VITORELLI, Edilson. *O devido processo legal coletivo*: dos direitos aos litígios coletivos. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2016. pp. 96-97. No mesmo sentido: *"O que caracteriza um direito como difuso, coletivo ou individual homogêneo é o tipo de pretensão deduzida em juízo. Um mesmo fato pode dar origem à pretensão difusa, coletiva e individual homogênea."* NERY JR., Nelson; NERY, Rosa. Código de Processo Civil Comentado. 2. Ed. São Paulo: ed. RT, 1996, nota 3 ao art. 1º da Lei 7.347/85: *"a pedra de toque do método classificatório é o tipo de tutela jurisdicional que se pretende quando se propõe a competente ação"* NERY JR., Nelson. *"O processo civil no Código de Defesa do Consumidor"*. Revista de Processo n. 61. São Paulo: RT, janeiro/março de 1991, p. 25.

[131] Dessa forma, conclui o autor que não há qualquer característica capaz de distinguir tais interesses e direitos claramente, de modo que *"insistir na categorização significa apenas dar margem a dúvidas interpretativas que não tem utilidade, mas são recorrentemente utilizadas para restringir as possibilidades de tutela coletiva"*. VITORELLI, Edilson. *O devido processo legal coletivo*: dos direitos aos litígios coletivos. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2016. p. 98.

[132] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89* – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, ano XXIX, v. 80, São Paulo, out.-dez. 1990, pp. 138-148, p. 139.

associado aos direitos individuais homogêneos[133]. Ressalva a autora, contudo, que tal distinção não é absoluta, de modo que não afastaria a eventual cumulação de tutelas, inclusive no âmbito condenatório, uma vez que *"apesar de ser pouco usual que a tutela de direitos individuais homogêneos seja acompanhada da reparação pelo dano coletivo, não existe incompatibilidade ontológica entre as duas tutelas. Em alguns casos, serão ambas cabíveis. Isso porque, embora os direitos individuais homogêneos sejam direitos subjetivos individuais, que podem ser tratados no processo coletivamente, pode haver situações em que uma mesma conduta viole tanto direitos coletivos como individuais homogêneos"*[134].

Com efeito, também no âmbito de aplicação da Lei nº 7.913/89, o mesmo fato pode dar ensejo a um ou mais tipos de pretensões, de modo que nessas hipóteses é igualmente necessário ater-se ao pedido postulado em juízo[135].

Assim, em que pese a ementa da Lei nº 7.913/89 abranja a *"ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores imobiliários"*, é plenamente possível (i) a postulação em juízo da defesa de quaisquer interesses e/ou direitos transindividuais (os quais poderão, inclusive, ser cumulados[136]), a depender dos pedidos formulados no caso concreto; e, consequentemente, (ii) o ajuizamento de ação

---

[133] *"Ao procurar proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores, o caput do art. 1º da Lei n. 7.913/89 oferta duas tutelas distintas: (i) uma voltada a impedir a ocorrência de irregularidades potencialmente danosas, (ii) uma direcionada ao ressarcimento dos danos individualmente sofridos pelos investidores em virtude de tais irregularidades. Uma, portanto, em defesa de interesses ou direitos coletivos 'stricto sensu', outra em defesa de direitos individuais homogêneos, respectivamente."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo: Thomson Reuters-RT, 2014, pp.1161-1186. p. 1174.

[134] GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo: Thomson Reuters- RT, 2014, pp.1161-1186. p. 1176.

[135] Conforme explica AGUIAR, o pedido postulado em juízo constitui o elemento *"mais forte para que se possa identificar corretamente o direito deduzido e, assim, evitar que algum equívoco quanto à sua natureza possa comprometer a efetividade da prestação jurisdicional, sobretudo tendo em vista que a legitimação ativa* ad causam *e o alcance dos efeitos das sentenças proferidas nas ações coletivas [diferem], conforme se trata de direito difuso, coletivo propriamente dito ou individual homogêneo".* AGUIAR, Leandro Katscharowski. *Tutela coletiva de direitos individuais homogêneos e sua execução*. São Paulo: Dialética. 2002. p. 64. Em sentido semelhante, MANCUSO afirma que *"é possível que uma mesma ocorrência social ou econômica dê origem a ações objetivando a tutela de interesses situados em qualquer dos planos do universo coletivo – difusos, coletivos em sentido estrito, individuais homogêneos – dependendo de como se apresente a espécie e, sobretudo, de como venha formulado o pedido."* MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *O Manual do Consumidor em Juízo*. São Paulo: Saraiva, 2001, p. 11.

[136] Nesse sentido, MAZILLI já apontou que *"constitui erro comum supor que, em uma ação civil pública ou coletiva, só se possa discutir, por vez, uma só espécie de interesse transindividual (ou somente interesses difusos, ou somente coletivos ou somente individuais homogêneos)".* MAZZILI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo*. 19. ed. São Paulo: Saraiva. 2010. p. 56.

coletiva e/ou até mesmo "híbrida" [137], para buscar-se a tutela coletiva mais eficiente à defesa de tais interesses e/ou direitos, tendo em vista a existência de um "sistema único coletivo"[138].

[137] Note-se que, quando da promulgação da Lei nº 7.913/89, e antes mesmo do advento do CDC, MANCUSO já havia identificado a natureza peculiar da ação criada por este diploma legal, aduzindo que *"a lógica parece conduzir à conclusão de que de outra ação civil pública (que não a da Lei n 7.347/85) é que veio agora o legislador a cuidar".* MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 7.12.89*. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano. 78, vol. 650, dez. 1989, pp. 31-39, p. 32.

[138] *"Deve assim ser reconhecida a existência de um sistema único coletivo, ou seja, os diversos textos legais formam todo um sistema interligado. Havendo a lacuna ou a ausência de disciplina normativa em um texto legal, aplica-se a norma de outra lei pertencente ao sistema único coletivo, somente podendo ser invocado o Código de Processo Civil na ausência de qualquer disciplina 1egal específica ou caso haja expressa previsão legal. A existência de um sistema único coletivo, apesar de não ser expressamente reconhecida na legislação, encontra respaldo nos julgados do Superior Tribunal de Justiça quando, por exemplo, aplica o prazo prescricional da ação popular nas ações civis públicas, inclusive naquelas relacionadas com a improbidade administrativa."* GOMES JÚNIOR, Luiz Manoel. *A nova lei da ação civil pública e do sistema único de ações coletivas brasileiras*: projeto de lei nº 5.139/2009. Revista Magister de direito empresarial, concorrencial e do consumidor, v. 5, n. 27, jun./jul. 2009, pp. 5-21, p. 7.

3. Legitimação ativa e coisa julgada

O art. 1º da Lei nº 7.913/89 prevê a legitimação ativa do Ministério Público[139] para a propositura da ação civil pública nela disciplinada, que poderá agir de ofício ou por provocação da CVM[140].

Não obstante tal previsão, há discussões sobre a constitucionalidade na atribuição de tal competência ao *parquet* no âmbito da defesa dos direitos individuais homogêneos (cuja tutela, conforme demonstrado, está abarcada pela Lei nº 7.913/89).

Tais discussões decorrem da alegação de que a Constituição Federal teria restringido a atuação do Ministério Público à defesa dos interesses individuais indisponíveis, dos interesses sociais ou daqueles com relevância social[141].

Apesar de haver quem entenda que os interesses e direitos individuais homogêneos seriam de cunho nitidamente patrimonial e, portanto, disponíveis[142], parece não haver

---

[139] O anteprojeto original atribuía a competência para o ajuizamento da ação civil pública à CVM. Contudo, foi alterado para prever a legitimação do Ministério Público por sugestão da Procuradoria da Fazenda Nacional.

[140] Por meio da aplicação das disposições da LACP à Lei nº 7.913/89 (com base no art. 3º desta lei), pode-se afirmar que o ajuizamento da ação pelo Ministério Público também pode ser provocado por (i) juízes, tendo em vista que o art. 7º da Lei nº 7.347/85 prevê que *"se, no exercício de suas funções, os juízes e tribunais tiverem conhecimento de fatos que possam ensejar a propositura da ação civil, remeterão peças ao Ministério Público para as providências cabíveis"*, e/ou (ii) terceiros, considerando que o art. 6º da Lei nº 7.347/85 determina que *"qualquer pessoa poderá e o servidor público deverá provocar a iniciativa do Ministério Público, ministrando-lhe informações sobre fatos que constituam objeto da ação civil e indicando-lhe os elementos de convicção"*.

[141] Em linha com tal entendimento, BARROSO sustenta que, quando se trata de direitos individuais homogêneos, o Ministério Público teria sua atuação limitada, *"somente tendo legitimação para agir quando I) os direitos em disputa sejam indisponíveis ou II) quando houver interesse social relevante envolvido ou III) relevância social na tutela coletiva."* BARROSO, Luís Roberto. *A proteção coletiva dos direitos no Brasil e alguns aspectos da* class action *norte-americana*. Revista Jurídica Empresarial, ano II, n. 8, maio/junho 2009, pp. 31-55, p. 45. VIGLIAR, em sentido contrário, sustenta ser possível se atribuir outras funções ao Ministério Público. Afirma o autor que: *"os interesses individuais homogêneos foram criados posteriormente ao advento da Constituição Federal de 1988. Foram criados e disciplinados pela Lei 8.078/90 que não faz qualquer restrição à possibilidade de o Ministério Público defender os interesses individuais homogêneos"*. VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Ação civil pública ou ação coletiva?* In: MILARÉ, Édis (coord.). Ação civil pública – Lei 7.347/1985 – 15 anos. São Paulo: RT, 2001, pp. 400-416. p. 413.

[142] ZAVASCKI, ao dispor sobre a Lei nº 7.913/89, identificou os interesses por ela tutelados como individuais disponíveis, pelo que defendeu que a legitimidade do *parquet* para ajuizar a referida ação não poderia ser embasada a este título. ZAVASCKI, Teori Albino. *Tutela jurisdicional dos acionistas e investidores do mercado de valores mobiliários*. Simpósio sobre direito dos valores mobiliários. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 1998, pp. 1 – 13, p. 10. GUSMÃO, por sua vez, esclarece que a indisponibilidade dos direitos não deve ser identificada na suposta impossibilidade de renúncia do direito, mas pelo fato *"de o interesse coletivo apresentar-se em primeiro plano, tornando-se, na perspectiva jurídica, menos relevante o interesse privado do titular em sua efetivação"*, de modo que a solução a ser dada no caso concreto transcenda o interesse patrimonial individual dos titulares do direito violado, refletindo de forma relevante em uma gama de situações análogas que se projetarão no futuro e atingirão *"outras pessoas e interesses que não unicamente aqueles interesses e direitos das pessoas diretamente prejudicadas"*. Em outras palavras, a indisponibilidade a ser verificada no âmbito da tutela de interesses e direitos individuais

dúvidas acerca do interesse social na defesa dos interesses e direitos individuais homogêneos no mercado de capitais[143], uma vez que o ressarcimento dos investidores prejudicados é capaz de transcender os respectivos interesses individuais, podendo influenciar, por exemplo, na imagem e confiança depositada no mercado de capitais (que, por sua vez, refletirá na opção por compra ou venda de valores mobiliários por futuros investidores e consequentemente no financiamento da companhia via captação de recursos em tal mercado e, em última instância, no próprio desenvolvimento da economia)[144].

De forma paralela, conquanto as posições individuais e particulares dos investidores possam não ter relevância social[145], *"certo é que, quando considerados em sua projeção*

---

homogêneos não decorreria da análise individual de tais interesses e direitos, mas estaria atrelada ao interesse coletivo envolvido na tutela coletiva destes, que coexiste e se projeta face aos interesses e direitos individuais. CARNEIRO, Athos Gusmão. *Direitos individuais homogêneos, limitações à sua tutela pelo Ministério Público*. Revista de Processo, v. 103, jul.-set. 2001, pp. 189-198, pp. 191-192. De forma paralela, ZACLIS afirma que *"A legitimação do MP não decorre de serem indisponíveis os direitos individuais dos investidores no mercado de valores mobiliários. Na verdade, eles, em essência, não o são. O que é indisponível, sim, é o interesse na tutela de natureza indivisível, que diz respeito a um número indeterminado de pessoas. É difuso, portanto, o interesse que se configura nessa hipótese, sendo evidente, por conseguinte, que a tutela coletiva apresenta relevância social, pois é de interesse da sociedade que os direitos, sobretudo aqueles de pequena expressão econômica, singularmente considerados, e de que sejam titulares pessoas indeterminadas, possam ser jurisdicionalmente tutelados, o que só se acaba viabilizando por meios coletivos."* ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, pp. 197–198.

[143] Interesse social é entendido como aquele que toca à coletividade, tendo por objeto bens, valores ou princípios essenciais a esta, e refletindo, portanto, o que a sociedade *"entende por 'bem comum'; o anseio de proteção à* res publica*; a tutela daqueles valores e bens mais elevados, os quais essa sociedade, espontaneamente, escolheu como sendo os mais relevantes"* MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Interesses Difusos - Conceito e Legitimação para Agir,* 2ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991. p. 27

[144] ZUFELATO entende que *"é preciso reconhecer que esta espécie de ação coletiva, ao tutelar os investidores de valores mobiliários, estende sua proteção a todo o mercado de capitais, mantendo a higidez deste e, por consequência, a manutenção das expectativas em todo o mercado de ações. Logo, se vê, portanto, que o objeto dessa ação extrapola a tutela dos interesses individuais homogêneos dos próprios investidores e colhe uma dimensão coletiva* lato sensu*."* ZUFELATO, Camilo. *Tutela jurisdicional coletiva dos investidores no mercado de capitais e dos sócios minoritários e a judicialização da negativa de fusão entre Pão de Açúcar e Carrefour*. Revista de Processo, v. 233, jul. 2014, pp. 151-211. p.174. De forma semelhante, ZAVASCKI afirma que é *"de interesse social a defesa desses direitos individuais, não pelo significado particular de cada um, mas pelo que a lesão deles, globalmente considerada, representa em relação ao adequado funcionamento do sistema financeiro, que é, segundo a própria Constituição, instrumento fundamental para promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade (art.192)"*. ZAVASCKI, Teori Albino. *Defesa de direitos coletivos e defesa coletiva de direitos*. Revista Forense, ano 91, v. 329, jan.-mar. 1995. pp. 147-160, p. 158.

[145] A relevância social resultaria do fato de ser a tutela coletiva o meio mais eficiente e adequado para resguardar os interesses/direitos em questão, os quais, face às características do caso concreto, dificilmente seriam efetivados via ações individuais. Tal conceito está intimamente ligado à ideia de efetividade processual levantada por MENDES: *"Por sua vez, os interesses individuais homogêneos são direitos subjetivos individuais, apenas tutelados coletivamente por razões de interesse social ou efetividade processual."* MENDES, Givago Dias. *Ação Civil Pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários*. In: XXV Congresso Nacional do Conpedi - Cidadania e Desenvolvimento Sustentável, 2016, Curitiba-PR. XXV CONGRESSO DO CONPEDI - CURITIBA PROCESSO, JURISDIÇÃO E EFETIVIDADE DA JUSTIÇA III. Florianópolis - SC: Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-graduação em Direito - CONPEDI, 2016. pp. 131-149, p. 139. Bastante esclarecedor a esse título, é o exemplo citado por GRINOVER para ilustrar caso de relevância social da tutela coletiva: *"Imagine-se o caso de um*

coletiva, passam a ter relevância ampliada, de resultado maior que a simples soma de posições individuais"[146], de modo que parece ser evidente a legitimidade do *parquet* para a propositura da ação prevista na Lei nº 7.913/89 também sob este prisma[147].

Superado esse primeiro ponto, discute-se a possibilidade de outros legitimados, além do Ministério Público, proporem a referida ação civil pública.

A partir da interpretação do art. 129, §1º, da Constituição Federal, que determina que a legitimação do Ministério Público para a propositura da ação civil *"não impede a de terceiros, nas mesmas hipóteses, segundo o disposto nesta Constituição e na lei"*, há aqueles que defendem tanto (i) a competência exclusiva do *parquet* para o ajuizamento da ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89, tendo em vista o diploma legal tratar especificamente sobre a matéria[148]; quanto (ii) a extensão da competência aos legitimados constantes no art.

---

fabricante de óleo comestível que esteja lesando os consumidores em quantidade bem pequena, insuficiente para motivar um ou mais consumidores isoladamente a procurar a Justiça para reclamar a reparação do seu prejuízo. Se é ínfima a lesão individual, não o será, certamente, a lesão na perspectiva coletiva, que poderá estar afetando milhões de consumidores. Em casos assim, de dispersão muito grande de consumidores lesados e de insignificância da lesão na perspectiva individual, haverá certamente relevância social na tutela coletiva, para que o fornecedor seja obstado no prosseguimento da prática ilícita". GRINOVER, Ada Pellegrini. *A ação civil pública no STJ*. A marcha do processo. São Paulo: Forense, 2000, Revista de Processo, v. 99, p. 9 – 26, São Paulo: RT, jul.-set. 2000. p. 11.

[146] ZAVASCKI, Teori Albino. *Defesa de direitos coletivos e defesa coletiva de direitos*. Revista Forense, ano 91, v. 329, jan.-mar. 1995. pp. 147-160, p. 158.

[147] Especificamente acerca das dificuldades para a tutela individual dos investidores e da relevância social na tutela coletiva desses, TONIN afirma que: *"muitas vezes os detentores de valores mobiliários não acompanham o dia a dia das companhias nas quais investiram seu dinheiro e, por isso, não possuem sequer informações acerca do direito a ser tutelado. Não fosse pela possibilidade de coletivização de seus direitos, ou pela atuação da Comissão de Valores Mobiliários, a lesão a direitos patrimoniais de tais investidores jamais seria tutelada."* TONIN, Mayara Gasparoto. *Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (*enforcement*) no mercado de valores mobiliários brasileiro*. Revista de Direito Empresarial: ReDE, vol. 9, maio/jun. 2015, pp. 263-295, p. 268.

[148] ZACLIS afirma que *"a Lei 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 a intenção da Lei 7.913/89 que, além do Ministério Público, também as demais entidades referidas no art. 5º da Lei 7.347/85 fossem dotadas de legitimação para agir no caso, certamente teria sido expressa a respeito. Portanto, a aplicabilidade das normas da Lei 7.347/85 aos casos submetidos à Lei 7.913/89 restringe-se às hipóteses relativamente às quais esta última é omissa."* ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 170.

5º da LACP[149], e no art. 82 do CDC[150], em razão da aplicação subsidiária de tais leis à Lei nº 7.913/89.

Conforme já demonstrado, a ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89 é a mesma ação prevista na LACP e no CDC, mas inserida em um microssistema próprio, voltado à proteção dos investidores do mercado de capitais, cuja tutela é de interesse público, dada a necessidade de se regular efetivamente tal atividade[151].

---

[149] O art. 5º da LACP prevê os seguintes legitimados para proporem ação civil pública: (i) Ministério Público; (ii) Defensoria Pública; (iii) União, Estados, Distrito Federal e Municípios; (iv) autarquia, empresa pública, fundação ou sociedade de economia mista; e (v) associação que, *concomitantemente* (v)(a) esteja constituída há pelo menos 1 (um) ano nos termos da lei civil (sendo que tal requisito poderá ser dispensado pelo juiz, em caso de manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido) e (v)(b) inclua, entre suas finalidades institucionais, a proteção ao patrimônio público e social, ao meio ambiente, ao consumidor, à ordem econômica, à livre concorrência, aos direitos de grupos raciais, étnicos ou religiosos ou ao patrimônio artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico. TOLEDO admite a extensão da competência para o ajuizamento da ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89 para os legitimados do art. 5º da LACP à Lei nº 7.913/89, em razão de o art. 3º desta lei prever que os dispositivos daquela serão aplicados a ela, no que cabível. O autor ressalva, contudo, que as associações previstas nos incisos I e II do art. 5º da LACP não poderiam ajuizar a ação em questão, por não estar presente, entre suas finalidades, a proteção aos interesses dos investidores no mercado de valores mobiliários. (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89* – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, ano XXIX, v. 80, São Paulo, out.-dez. 1990, pp. 138-148, p. p. 72). Nesse sentido, BRUSCATO discorda de TOLEDO ao afirmar que o requisito da autorização estatutária da associação poderia ser suprido pela realização de assembleia que deliberasse sobre a defesa dos associados no âmbito da ação civil pública, tendo em vista a própria natureza da associação, *"intimamente ligada à defesa de interesses de algum tipo ou de algum grupo"*, que justificaria *"sua atuação judicial em favor dos interesses de seus associados"*. (BRUSCATO, Wilges. *A Proteção Judicial aos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, ano XLIV, v. 138, p. 35-52, São Paulo, abr.-jun. 2005. p. 45.)

[150] O art. 82 do CDC prevê os seguintes legitimados para proporem ação civil pública: (i) o Ministério Público; (ii) a União, os Estados, os Municípios e o Distrito Federal; (iii) as entidades e órgãos da Administração Pública, direta ou indireta, ainda que sem personalidade jurídica, especificamente destinados à defesa dos interesses e direitos protegidos por este código; e (iv) as associações legalmente constituídas há pelo menos um ano e que incluam entre seus fins institucionais a defesa dos interesses e direitos protegidos por este código, dispensada a autorização assemblear. Conforme demonstrado, todas as disposições processuais do Código de Defesa do Consumidor são aplicadas a qualquer ação que envolva a tutela de interesses e direitos difusos, coletivos (*stricto sensu*) ou individuais homogêneos, inclusive o rol de legitimados ativos constante no art. 82, uma vez que o art. 21 da LACP (aplicável à Lei nº 7.913/89 por força do art. 3º desta lei) dispõe que se aplicam à defesa dos direitos e interesses difusos, coletivos e individuais, no que for cabível, os dispositivos do CDC. O art. 90 do CDC, por sua vez, prevê que as disposições da LACP se aplicam também à tutela do consumidor, de modo que existe uma *"perfeita interação entre as regras do Código de Defesa do Consumidor e a Lei da Ação Civil Pública."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. Processo societário / Flavio Luiz Yarshell, Guilherme Setoguti J. Pereira (coordenadores). São Paulo: Quartier Latin. 2012. pp. 27 – 58. p. 49.

[151] *"A ação é a mesma, mas o contexto em que está inserida é distinto, ou seja, trata-se de um microssistema próprio, criado a partir da necessidade legislativa de proteção específica de determinada classe (no caso, de todas as pessoas que investem no mercado de valores mobiliários), que, por seu turno, traz enunciados prescritivos específicos para a construção de normas processuais coletivas."* CÂNDIA, Eduardo. *Tutela jurisdicional coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: quem são os colegitimados ativos para a ação civil pública? Revista de direito bancário e do mercado de capitais, v. 14, n. 52, abr./jun. 2011, pp. 77-125, p. 98.

Ainda que uma primeira leitura possa levar a crer que a legitimação para o ajuizamento da Lei nº 7.913/89 estaria restrita ao Ministério Público, sobretudo em razão da especialidade desta lei em comparação aos outros diplomas, é certo que, no âmbito da tutela dos direitos coletivos, deve preponderar a regra mais protetiva do direito material, de sorte a não se prejudicar o acesso à jurisdição coletiva.

Ademais, é importante lembrar que a legitimidade ativa para a propositura da ação civil pública está prevista tanto em leis infraconstitucionais quanto na própria Constituição Federal. Assim, os legitimados coletivos constitucionais como as associações, os sindicatos, o Ministério Público, a Defensoria Pública, bem como as pessoas políticas (União, Estados, Distrito Federal e Municípios), também estão autorizados a propor a ação civil pública para quaisquer relações jurídicas de direito material, mesmo que determinado microssistema processual não os mencione expressamente[152].

Nesse sentido, nos parece que a legitimidade para a propositura da ação civil pública para a tutela coletiva dos investidores deve ser atribuída não apenas ao Ministério Público (cuja atuação tem sido permeada por diversas críticas, inclusive pelo fato de que a tutela dos interesses e direitos abarcados pela Lei nº 7.913/89 é matéria que exige um grau de especialização e sofisticação que não é historicamente associado ao Ministério Público), mas também aos outros legitimados mencionados.

A partir da identificação dos legitimados para o ajuizamento da ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89, surgem outras duas questões correlatas: (i) a necessidade de se criar mecanismos que propiciem e incentivem os legitimados a ajuizar as ações civis públicas; e (ii) a necessidade de se assegurar a representação adequada em tais ações.

Quanto ao primeiro item, ZACLIS afirma que, ao se assumir a legitimidade de outros que não apenas o Ministério Público para o ajuizamento da ação civil pública com fulcro na Lei nº 7.913/89, torna-se importante a criação de mecanismos para incentivar a propositura destas, tendo em vista que *"o custo necessário à investigação dos fatos, à*

---

[152] *"Desse modo, colegitimados ativos para a tutela coletiva de investidores no mercado de valores mobiliários são,* de lege lata*, as associações, os sindicatos, o Ministério Público, a Defensoria Pública, bem como as pessoas políticas (União, Estados, Distrito Federal e Municípios), não por invocação do art. 5º da Lei 7.347/1985, que entendemos ser inaplicável ao caso, mas por determinação de normas atinentes à legitimidade coletiva ativa que podem ser construídas diretamente a partir de enunciados da Constituição Federal de 1988"* CÂNDIA, Eduardo. *Tutela jurisdicional coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: quem são os colegitimados ativos para a ação civil pública? Revista de direito bancário e do mercado de capitais, v. 14, n. 52, abr./jun. 2011, pp. 77-125, p. 101.

propositura da ação e ao desenvolvimento do processo" acarreta *"falta de incentivo individual decorrente do pequeno valor unitário dos valores envolvidos"*[153].

Nesse sentido, sugere o autor que seja concedido um bônus ou prêmio ao representante da classe que tenha ajuizado a ação, bem como que se vislumbre um sistema de financiamento do custeio da causa[154]. Contudo, tais mecanismos devem ser propensos a evitar excessos, como os que acontecem hoje nos Estados Unidos da América, em que escritórios de advocacia transformaram as *class actions* em uma verdadeira indústria[155].

Conforme demonstrado, nos Estados Unidos da América a tutela dos investidores é outorgada aos particulares (diferentemente do que acontece no Brasil). Os responsáveis pelo grande número de *class actions* são os escritórios de advocacia norte-americanos, os quais acabam assumindo em nome próprio os custos para a propositura das ações. Isso acontece uma vez que (i) não é necessário o desembolso de recursos expressivos para a propositura da *class action*; (ii) o custo de oportunidade na propositura das *class actions* é muito baixo (uma vez que o autor não será, via de regra, prejudicado se a ação for extinta); e (iii) a maioria dos casos termina com acordo (que também beneficiam os escritórios).

No que se refere à segunda medida, é importante ressaltar que a definição da legitimidade ativa para ações coletivas tende a ser muito mais criteriosa que a das ações individuais, levando em consideração não apenas aspectos atinentes ao direito material, mas principalmente a aptidão daquele que pretende representar os interesses coletivos[156].

De fato, caberá a tal pessoa/entidade conduzir ação que vinculará terceiros, que não serão parte no processo, mas serão afetados pela imutabilidade do comando da sentença coletiva.

---

[153] ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 172.

[154] ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 172.

[155] The New York Times, 4 de abril de 2014. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em https://www.nytimes.com/2015/04/05/technology/unpopular-in-silicon-valley.html

[156] *"Isto significa que é preciso analisar politicamente a quem deve o direito atribuir legitimidade ativa para agir em juízo em defesa de tais direitos de forma que, sem cercear os direitos dos membros da comunidade lesada, torne a possibilidade de tutela efetiva (no sentido de que o representante do grupo tenha condições de se impor ante a pressão e a superioridade dos poderosos) e com o mínimo de risco para aqueles que não ingressaram no processo"* GIDI, Antonio. Legitimidade para agir em ações coletivas. Revista de Direito do Consumidor, v. 14, p. 52 – 66, São Paulo: RT, abr.-jun. 1995. p. 1.

No âmbito da Lei nº 7.913/89, ZACLIS sustenta que a necessidade da representação adequada dos legitimados ativos também é necessária (tal como acontece hoje nos Estados Unidos da América), em razão de a matéria exigir uma *"sofisticada especialização, além de grande experiência no seu trato"*[157].

Nos EUA não há um rol de legitimados à propositura da *class action*, que pode ser ajuizada por um indivíduo ou por um grupo de indivíduos pertencentes à classe em questão.

Para fins de se verificar o cabimento da *class action*, o item a da *Rule 23* atribui ao magistrado o dever de certificar se a ação proposta poderá ou não seguir como uma *class action*, em face da presença de determinados requisitos.

Dentre os requisitos para que haja a denominada *class certification*, há a necessidade, constante no item a, 4, da *Rule 23*, de verificar se o indivíduo ou grupo de indivíduos que pretende representar a classe no âmbito da ação protegerá(ão) de forma justa e adequada os interesses da classe[158].

Nesse sentido, o direito norte-americano confere ao magistrado ampla discricionariedade para verificar se a ação proposta poderá ou não seguir como uma *class action.* Tal análise envolve, na maioria das vezes, um julgamento bastante subjetivo, que denota o papel predominantemente ativo do juiz nas *class actions*[159]. Caso o juiz negue tal

---

[157] ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 171.

[158] *"A doutrina elenca, para a verificação do que seja a* adequacy of representation*, a necessidade da concorrência de três elementos: os membros presentes e nomeados na ação devem demonstrar que têm efetivo interesse jurídico na promoção daquela demanda, isto é, devem dizer por quais razões promovem ação naqueles moldes (vingança pessoal?, concorrência desleal?). É inerente à figura da representatividade adequada a competência dos advogados que conduzirão a ação, mormente aquele da* class*. Neste particular, a Corte deverá examinar sua* bona fides *e sua competência técnica, vale dizer, se tem condições de vencer os desafios que são apresentados no desenvolver das ações desta espécie. Para que esteja preenchido o quesito da representatividade adequada, a Corte deverá, ainda, averiguar a inexistência de qualquer conflito interno no interior da classe, cabendo a ela, alternativamente, dividir a classe tal qual apresentada inicialmente em tantas subclasses que se façam necessárias para o adequado prosseguimento da ação, cada qual com o regime próprio da* class action*."* BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras*: pontos para uma reflexão conjunta. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf. pp. 13-14.

[159] *"Em que pese a afirmação generalizada de que o juiz americano é a figura mais passiva do direito processual do sistema vigente nos Estados Unidos ou, mesmo da Inglaterra, certamente por força do* adversary system *lá reinante, o papel do Magistrado em se tratando das* class actions*, é, como não infirma a Rule 23, extremamente ativo e, portanto, excepcional. É o juiz, como anota Vigoriti, o principal protagonista desta ação. É dele que se aguarda que uma ação possa, processando-se como* class action*, vir entabulada das maiores garantias para as partes ausentes da relação processual."* BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta.* Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf. p. 56.

certificação não haverá mais a representação da classe, mas poderão os pretensos representantes continuar a ação a título individual.

O legislador brasileiro, por sua vez, ao invés de atribuir ao magistrado o dever de verificar a adequação da representatividade no âmbito da ação civil pública[160], fixou um rol de legitimados à propositura de tal ação, os quais se presume terão a capacidade para conduzir a ação de forma adequada[161].

É importante esclarecer que, nos Estados Unidos da América, a necessidade de se averiguar a representatividade adequada nos litígios coletivos adquire maior relevo, uma vez que a vinculação dos beneficiários da demanda à sentença prolatada é maior que no Brasil.

---

[160] Houve a tentativa de se atribuir ao juiz brasileiro o poder para aferir caso-a-caso a adequabilidade daquele que pleiteasse propor ação civil pública: *"O Projeto de Lei Flávio Bierrenbach, que resultou dos trabalhos de comissão constituída por Ada Pellegrini Grinover, Cândido Rangel Dinamarco, Kazuo Watanabe e Waldemar Mariz de Oliveira Júnior", havia escolhido a via do controle da representatividade adequada pelo juiz. No entanto, a Lei n. 7.347/85 (a chamada "Lei da Ação Civil Pública") acolheu, nesse ponto, o substitutivo do Ministério Público paulista, preferindo a fórmula da legitimação* ope legis *acima referida, sem referência expressa à adequação da representatividade. A seguir, quer a Constituição de 1988, quer o Código de Defesa do Consumidor de 1990, seguiram o mesmo caminho."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *Novas questões sobre a legitimação e a coisa julgada nas ações coletivas*. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo: Thomson Reuters- RT, 2014, pp. 475-476.

[161] *"O sistema da representatividade adequada no Brasil, seja o estabelecido na Constituição Federal, seja o estabelecido no ordenamento infraconstitucional, é presumido: todos aqueles que preencham os requisitos previstos, em abstrato, na norma jurídica, devem ser considerados aptos para o regular desenvolvimento de uma ação denominada coletiva."* BUENO, Cássio Scarpinella. *As* class actions *norte-americanas e as ações coletivas brasileiras*: pontos para uma reflexão conjunta. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf. No mesmo sentido: "*No sistema brasileiro, a lei não admite a propositura da ação coletiva por intermédio de qualquer membro da coletividade. Ela estabelece,* a priori*, o rol dos legitimados a atuar em Juízo, em nome próprio, tutelando os interesses da coletividade, não cabendo ao juiz senão analisar se o autor encontra ou não sua legitimidade extraordinária prevista no ordenamento jurídico, atendendo ao disposto no art. 6o., fine, do CPC".* FERNANDES, Sérgio Ricardo de Arruda, *Breves considerações sobre as ações coletivas contempladas no Código de Defesa do Consumidor*. Revista de Processo, vol. 71, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1993, p. 143. Em sentido contrário, GRINOVER sustenta que, embora o sistema brasileiro não afirme expressamente, não é avesso ao controle da representatividade adequada pelo juiz, no caso concreto. Para a autora, tal controle pode ser evidenciado tanto (i) no reconhecimento, pela jurisprudência, da legitimação do Ministério Público para as ações em defesa de direitos individuais homogêneos, apenas quando houver relevância social dos interesses, o que *"implica a análise de algo muito próximo à representatividade adequada, dependendo do objeto da demanda ou da quantidade de pessoas envolvidas na causa"*; quanto (ii) pela possibilidade de o juiz dispensar a associação do pré-requisito de constituição há pelo menos um ano, quando entender haver manifesto interesse social, o que estaria muito próximo do *"exame da representatividade adequada, sendo possível afirmar que,* a contrario sensu*, o juiz pode negar a referida legitimação, quando entender não presentes os requisitos da adequação."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. Processo societário / Flavio Luiz Yarshell, Guilherme Setoguti J. Pereira (coordenadores). São Paulo: Quartier Latin. 2012. pp. 27 – 58. pp. 48-49.

O item c, 2, B, da *Rule 23*[162] exige que sejam notificados pessoalmente todos os interessados sobre a existência da ação. Ademais, o autor da *class action* não poderá transigir ou renunciar sem a aprovação da respectiva corte, que deverá, por sua vez, notificar todos os membros do grupo afetados pela lide para que possam intervir ou impugnar o ato do autor ou, se o caso, exercerem o direito de se excluir do grupo de membros[163]. Consequentemente, a eficácia da decisão proferida, favorável ou não, afetará a todos os indivíduos da classe, salvo aqueles que tiverem requerido a sua exclusão (*right to opt out*).

O Brasil, por sua vez, prevê solução diametralmente oposta no âmbito da tutela de direitos individuais homogêneos[164]. Vigora em nosso ordenamento a coisa julgada *secundum eventum litis*, conforme a qual a decisão surtirá efeitos (i) a todos os interessados, caso o pedido seja acolhido; ou (ii) apenas aos interessados que tenham figurado no processo, caso o pedido seja rejeitado, sendo facultado aos demais interessados a possibilidade de proporem ação individual.

Tal solução encontra-se disposta no art. 103, III, e § 2° da LACP e foi desenvolvida como forma de resguardar os interessados que não tenham efetivamente participado do processo, principalmente em razão das dificuldades relacionadas ao procedimento para que tomem ciência sobre a existência da demanda coletiva[165].

---

[162] *"(2) Notice. (A) For (b)(1) or (b)(2) Classes. For any class certified under Rule 23(b)(1) or (b)(2), the court may direct appropriate notice to the class.*
(B) For (b)(3) Classes. For any class certified under Rule 23(b)(3), the court must direct to class members the best notice that is practicable under the circumstances, including individual notice to all members who can be identified through reasonable effort. The notice must clearly and concisely state in plain, easily understood language: (i) the nature of the action; (ii) the definition of the class certified; (iii) the class claims, issues, or defenses; (iv) that a class member may enter an appearance through an attorney if the member so desires; (v) that the court will exclude from the class any member who requests exclusion; (vi) the time and manner for requesting exclusion; and (vii) the binding effect of a class judgment on members under Rule 23(c)(3)."

[163] Federal Rules of Civil Procedure, rule 23(e): *"Dismissal or compromise. A class action shall not be dismissed or compromised without the approval of the court, and notice of the proposed dismissal or compromise shall be given to all members of the class in such manner as the court directs".*

[164] *"Afastando-se decididamente do modelo norte-americano do "opt out" e do "opt in" das "class actions for damages", o sistema brasileiro escolheu um critério aderente à sua própria realidade socioeconômica, levando em consideração as deficiências de informação e de politização do corpo social, as dificuldades de comunicação, os próprios esquemas da legitimação que não contemplam o controle do juiz sobre a "representatividade adequada" do portador em juízo dos interesses coletivos."* GRINOVER, Ada Pellegrini. *Significado social, político e jurídico da tutela dos interesses difusos*. In: A marcha do processo. São Paulo: Forense Universitária, 2000. pp. 17-23, p. 21.

[165] O art. 94 da LACP prevê a obrigatoriedade da publicação de edital acerca da propositura da ação civil pública para que os interessados possam intervir no processo como litisconsortes, incentivando também a ampla divulgação pelos meios de comunicação social por parte dos órgãos de defesa do consumidor. Conforme ensina BARROSO, *"no direito brasileiro, compensa-se a não exigência de notificação individual a todos os interessados com a limitação dos efeitos da sentença: ela somente servirá para beneficiar, nunca para prejudicar, quem não tenha sido parte no processo".* BARROSO, Luís Roberto. *A proteção coletiva dos direitos no Brasil e alguns aspectos da class action norte-americana*. Revista Jurídica Empresarial, ano II, n. 8, maio/junho 2009, pp. 31-55, p. 55.

Logo, como não há no direito pátrio o instituto do *right to opt out*, optou o legislador por reduzir o âmbito da coisa julgada[166].

Nesse ponto, lembre-se que o Anteprojeto prevê modificações na abrangência da coisa julgada, que, em se tratando de direitos individuais homogêneos, passará a impedir que sejam ajuizadas/extinguirá as demandas já ajuizadas individualmente, quando houver julgamento de improcedência na ação coletiva em matéria exclusivamente de direito – desde que haja a devida comunicação aos membros do grupo interessado[167].

---

[166] *"There are several differences between the class action regimes in Brazil and the United States. (...) The most important difference, and the one that is relevant to this Article, is that Brazilian class action judgments are binding only to the extent that they are favorable to the interests of the class members. (...) Further, Brazil does not have an opt-out form of class action. The absence of a right to opt out is explained by the fact that class members do not need to opt-out of the class in Brazil because their individual rights would never be bound by a class judgement or settlement. The opt-out device is only justified in a system in which the class judgement is binding on absent class members, regardless of whether the cases's ultimate outcome is favorable or not to the class. Therefore, an opt-out system is incompatible with Brazil's system of* res judicata secundum eventum litis*. Where absent members will not be bound by an unfavorable outcome, they need not exclude from the class."* GIDI, Antonio. *The recognition of U.S. class action judgments abroad*: the case of Latin America: part II: obstacles derived from traditional rules. Revista de processo, v. 224, out. 2013, pp. 254-281.

[167] *"Assim, em relação aos interesses ou direitos individuais homogêneos, propõe-se um regime da coisa julgada* pro et contra*, restrita à matéria exclusivamente de direito, de modo a atingir a solução da controvérsia de forma definitiva, vedado o ajuizamento de novas ações individuais para rediscutir o que anteriormente decidido em sede coletiva, o que tenderá a evitar a repetição indiscriminada de demandas individuais com o mesmo objeto, ressalvando sempre a possibilidade de o interessado propor e prosseguir com sua demanda individual, antes do resultado final."* GOMES JÚNIOR, Luiz Manoel. *Anotações sobre o projeto da nova lei da ação civil pública*: principais inovações. Revista de processo, v. 34, n. 176, p. 174-194, out. 2009. p. 182.

4. Legitimação passiva e responsabilidade

MANCUSO afirma que, no âmbito da aplicação da Lei nº 7.913/89, o rol de legitimados passivos da ação civil pública deve ser ampliado ao máximo, de modo a integrar "*todos que concorrerem para, ou se beneficiaram dos atos e omissões que colocam em risco (tutela cautelar) ou causaram danos aos investidores"*[168].

Em face da generalidade e amplitude de tal afirmação e considerando que a Lei nº 7.913/89 não dispõe especificamente sobre quem seriam os legitimados passivos, tampouco sobre o regime de responsabilização aplicável, para se identificar aqueles que deverão integrar o polo passivo da lide, cabe, em primeiro lugar, a análise dos tipos de conduta e danos correlatos abarcados pelo diploma.

Somente em razão da conduta praticada e da natureza do dano sofrido, *vis-à-vis* o regime de responsabilização aplicável, poder-se-á perquirir acerca da possibilidade jurídica de imputação de responsabilidade pela indenização dos investidores a determinado legitimado no caso concreto.

De fato, se não é possível, por exemplo, o ajuizamento de ação individual em desfavor de determinado indivíduo/entidade para ressarcimento dos danos causados a investidor, não faria sentido o ajuizamento da ação coletiva englobando a mesma tutela, ainda que inserida em um contexto de interesses e direitos individuais homogêneos. Conforme demonstrado, a tutela coletiva dos interesses e direitos individuais homogêneos não é capaz de alterar a natureza do pleito, sendo apenas o meio encontrado pelo legislador para viabilizar a defesa de determinada coletividade em juízo, considerando, principalmente, o princípio da economia processual[169].

---

[168] MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 7.12.89*. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano. 78, vol. 650, dez. 1989, pp. 31-39, p. 37. Corroborando tal entendimento, GRINOVER sustenta que, na ação prevista na Lei nº 7.913/89, deve-se responsabilizar *"desde os administradores das companhias, os acionistas controladores e seus empregados, até os intermediadores de negócios mobiliários e terceiros"*. GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo: Thomson Reuters- RT, 2014, p.1161-1186.

[169] *"... em relação aos individuais homogêneos a situação é completamente oposta: cada indivíduo lesado tem direito próprio a exercitar individualmente contra o fornecedor. Na sua essência, portanto, tais interesses não são coletivos, nem dependem do grupo para serem exercitados, singularmente pelos interessados. A sua tutela, por via de ação coletiva decorre de política legislativa inspirada no princípio da economia processual apenas, que se justifica por apresentarem os casos individuais agrupados certa uniformidade de origem, capaz de lhes*

4.1. Condutas coibidas pela Lei nº 7.913/89

O art. 1º da Lei nº 7.913/89 estabelece rol exemplificativo[170] de condutas capazes de gerar danos aos investidores no mercado de capitais, cuja prevenção e ressarcimento são possibilitados por meio da ação nela prevista, quais sejam: (i) *"operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários"*; (ii) *"compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas"*; e (iii) *"omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa"*.

Tais condutas já eram proibidas, ainda que em diferentes proporções, por outras normas do ordenamento jurídico brasileiro[171], como, por exemplo, (i) as operações fraudulentas no âmbito das instituições financeiras, coibidas pelo art. 4º da Lei nº 7.492/86 (Lei do Colarinho Branco)[172]; (ii) a proibição ao *insider trading* prevista no art. 155 da Lei

---

conferir 'coesão suficiente para destacá-los da massa de indivíduos isoladamente considerados'. Em resumo: os interesses individuais homogêneos tanto podem ser tutelados individualmente, em ações movidas pelo ofendido, como coletivamente, em ações de grupo, como aquelas promovidas pelos sindicatos e associações." THEODORO JÚNIOR. Humberto. *Direitos do Consumidor*. Rio de Janeiro: Forense. 2000. pp. 112-113.

[170] Dentre outros, ZACLIS (ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 163) e TONIN (TONIN, Mayara Gasparoto. *Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (*enforcement*) no mercado de valores mobiliários brasileiro*. Revista de direito empresarial: ReDE, v. 3, n. 9, p. 263-295, maio/jun. 2015) entendem que o rol de condutas previsto no art. 1º da Lei nº 7.913/89 não é taxativo, uma vez que a lei faz menção a palavra *"especialmente"* para referir-se às condutas elencadas.

[171] Conforme apontou TOLEDO, a Lei nº 7.913/89 inovou "*na descrição típica, em que se buscou um aprimoramento, e, principalmente, na sistematização da matéria, com a previsão, num único texto legal, das condutas ofensivas das relações normais do mercado de capitais"* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89* – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, ano XXIX, v. 80, São Paulo, out.-dez. 1990, pp. 138-148, p. 142.

[172] *"Art. 4º Gerir fraudulentamente instituição financeira."*

nº 6.404/76[173] e art. 27-D da Lei nº 6.385/76[174]; e (iii) a responsabilização por falhas no cumprimento do dever de informação previstas nos arts. 3º e 6º da Lei nº 7.492/86[175].

A) *"operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários"*

A necessidade de se coibir, no âmbito do mercado de capitais, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas, foi originalmente reconhecida como objetivo a ser perseguido pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil, nos incisos III e IV do art. 2º da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965[176].

Posteriormente, a Resolução nº 39, de 20 de outubro de 1966, do BACEN, previu a proibição de tais práticas pelos membros das Bolsas de Valores, bem como pelas demais

---

[173] *"Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:*
I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;
II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;
III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.
§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.
§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.
§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1° e 2°, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.
§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários."

[174] *"Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:*
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime."

[175] *"Art. 3º Divulgar informação falsa ou prejudicialmente incompleta sobre instituição financeira"*
"Art. 6º Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente"

[176] *"Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de: (...) III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;"*

instituições financeiras que operam no mercado de capitais[177]. Para os fins de tal resolução, foram definidos como membros das Bolsas de Valores (à época organizada sob a forma de associação), os seus respectivos associados, que englobavam firmas individuais constituídas por corretores de fundos públicos, e as sociedades corretoras[178].

Conforme explicado na nota explicativa CVM nº 14/79, entendia-se não ser necessário definir o que seria, por exemplo, uma prática não equitativa ou uma operação fraudulenta, uma vez que se partia da premissa de que o uso de expressões genéricas *"não prejudicaria a coercitividade da regra jurídica, a vista da clara evidência do seu alcance real"*[179].

Entretanto, com a edição da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, foi atribuída à CVM a competência para definir tais condutas[180], no intuito de assegurar o regular funcionamento do mercado de capitais[181].

Nesse sentido, a autarquia editou a ICVM nº 8, em 8 de outubro de 1979, que, à vista da experiência já acumulada, ampliou o alcance dos dispositivos da referida Resolução nº 39, conceituando *"de forma propositadamente genérica, situações que configuram*

---

[177] *"Art. 93. Aos Membros das Bolsas de Valores, bem como às demais instituições financeiras que operam no mercado de capitais, é vedado: I - distribuir títulos ou valores mobiliários de sociedades privadas não registradas no Banco Central, ou títulos cuja venda tenha sido suspensa ou por este proibida; II - divulgar informações falsas, manifestamente tendenciosas ou imprecisas, a fim de incrementar a venda ou influir no curso dos títulos ou valores mobiliários; III - consorciar-se, com a finalidade de influir no curso de títulos ou valores mobiliários, provocando oscilações artificiais de seu preço; IV - praticar manipulação ou fraude destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou de preço de títulos ou valores mobiliários negociados em Bolsa, ou distribuídos no mercado de capitais; V - utilizar práticas comerciais não eqüitativas."*

[178] *"Art. 21. Consideram-se, para os efeitos deste Regulamento, Membros das Bolsas de Valores seus respectivos associados. Parágrafo único. Somente poderão ser admitidas como Membros das Bolsas de Valores as firmas individuais constituídas pelos atuais corretores de fundos públicos e as sociedades corretoras, estas revestidas da forma de sociedade comercial por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada."*

[179] *"Adotou-se, portanto, modelo similar ao utilizado pelo próprio Código Penal no tocante a certos crimes, como os crimes contra o patrimônio, onde são incluídas figuras típicas de conteúdo bastante amplo, denominados 'tipos abertos'."* Trecho também citado na nota explicativa CVM nº 14/79.

[180] *"Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) II - definir: (...) b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores;"*

[181] Conforme ressaltado pelo Conselho de Supervisão da antiga BM&FBovespa, a finalidade da instrução em questão é justamente *"assegurar o equilíbrio e a igualdade entre os participantes do mercado de capitais, de modo a garantir a sua integridade, transparência e confiabilidade."* BM&FBovespa – Supervisão de Mercados - BSM Conselho de Supervisão Pleno. Conselheiro Relator: Pedro Luiz Guerra. Processo administrativo ordinário nº 21/2014. Recorrentes: José Mário Valle e Renato Teixeira Mota. Voto do Conselheiro Relator. Acesso em 1º de agosto de 2018. Disponível em http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/pad-mrp/PAD-21-2014-Julgamento-Pleno-Voto-do-Relator.pdf

operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários"[182].

Pode-se subdividir a análise do inciso I, do art. 1º da Lei nº 7.913/89 em quatro condutas diversas, quais sejam: (i) operação fraudulenta; (ii) prática não equitativa; (iii) manipulação de preços; e (iv) criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários.

Nos termos da ICVM nº 8, no âmbito do mercado de valores mobiliários, operação fraudulenta significa *"aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros".*

Prática não equitativa, por sua vez, é aquela *"de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação".*

Entende-se como manipulação de preços, *"a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda".*

Por fim, conceituaram-se condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários como *"aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários".*

Percebe-se, assim, que eventual ação civil pública ajuizada com fulcro no art. 1º, I, da Lei nº 7.913/89, terá como legitimado passivo o autor da conduta lesiva, que tenha buscado beneficiar a si próprio ou a terceiro no âmbito de determinada operação realizada com valores mobiliários. Pela natureza das práticas acima descritas, tal autor será

[182] Conforme constou na referida nota explicativa CVM nº 14/79: *"Dentro dessa ótica é baixada pela CVM a INSTRUÇÃO Nº 08/79, que explicita serem vedadas a todos os participantes do mercado a criação de condições artificiais na negociação de valores mobiliários, a manipulação de preço, as operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. Ampliando, como se disse, os conceitos constantes da Resolução nº 39, define-se na Instrução cada uma dessas figuras, estabelecendo-se mais, à vista da particular relevância do interesse que a norma se propõe a tutelar, qual seja o funcionamento regular do mercado, a possibilidade da punição de forma agravada daqueles que, pelo seu comportamento, atentarem contra interesse pela prática de atos vedados na Instrução."*

necessariamente um intermediário[183], administrador ou acionista de companhia aberta ou participante do mercado de valores mobiliários, que tenha condições de praticar uma de tais condutas[184].

B) *"compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas"*

A prática de *insider trading* pode ser definida, de forma genérica, como o uso de informações ainda não divulgadas ao mercado, relacionadas à companhia e/ou seus negócios, em benefício próprio ou de terceiros, por aquele que as obteve em decorrência de situação privilegiada, que lhe propiciou o acesso a tais informações.

Pressupõe-se que o prejuízo verificado nos casos de *insider trading* se estende a todos os investidores, e não apenas a pessoa com a qual o *insider* negociou, uma vez que é

---

[183] A ICVM 505 estabeleceu as normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários, conceituando e prevendo normas específicas acerca dos intermediários*:"Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução: I – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários; II – operador especial: a pessoa natural ou firma individual habilitada a atuar em nome próprio ou de intermediário, na negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários, nas hipóteses e condições definidas pela entidade administradora; III – comitente ou cliente: a pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários; IV – membro ou agente de compensação: a instituição financeira ou a instituição a ela equiparada responsável, perante aqueles a quem presta serviços e perante a entidade de compensação e liquidação, pela compensação e liquidação das operações com valores mobiliários sob sua responsabilidade; V – ordem: ato pelo qual o cliente determina que um intermediário negocie ou registre operação com valor mobiliário, em seu nome e nas condições que especificar; e VI – pessoas vinculadas: a) administradores, empregados, operadores e demais prepostos do intermediário que desempenhem atividades de intermediação ou de suporte operacional; b) agentes autônomos que prestem serviços ao intermediário; c) demais profissionais que mantenham, com o intermediário, contrato de prestação de serviços diretamente relacionados à atividade de intermediação ou de suporte operacional; d) pessoas naturais que sejam, direta ou indiretamente, controladoras ou participem do controle societário do intermediário; e) sociedades controladas, direta ou indiretamente, pelo intermediário ou por pessoas a ele vinculadas; f) cônjuge ou companheiro e filhos menores das pessoas mencionadas nas alíneas "a" a "d"; e g) clubes e fundos de investimento cuja maioria das cotas pertença a pessoas vinculadas, salvo se geridos discricionariamente por terceiros não vinculados."*

[184] A própria ICVM nº 8 prevê expressamente que tais práticas são vedadas *"aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários"*.

praticamente impossível verificar de quem o *insider* comprou ou vendeu os títulos no caso específico[185].

Há dois principais fundamentos para a repressão do *"insider trading"*, um de ordem econômica, relacionado à eficiência na determinação do preço dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais, *"considerando-se eficiente o mercado quando todas as informações relativas à companhia e aos títulos por esta negociados estiverem refletidas no preço dos valores mobiliários"* e outra de ordem ética, atrelado ao *"princípio da igualdade de acesso às informações"*[186].

O art. 155, § 3º, da Lei nº 6.404/76[187] previu pioneiramente o direito de a pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários haver indenização por perdas e danos

---

[185] A esse respeito, EIZIRIK esclarece que, *"no caso de infrações cometidas pelo administrador de Companhia Aberta no mercado de capitais, porém, o elemento fundamental para a análise de sua responsabilidade civil muitas vezes é o nexo causal entre a sua conduta e o prejuízo causado aos investidores. Assim, por exemplo, na ocorrência de* insider trading *(art. 155, § 1º) em que o administrador aproveita-se de informação sigilosa da companhia para obter proveito mediante a compra ou venda das suas ações, como se trata de operação realizada no mercado, absolutamente impessoal, portanto, não é necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu do* insider. *Com efeito, nas operações realizadas em Bolsa de Valores, particularmente nos mercados futuro e de opções, é impossível 'ligar' os comitentes. Em tais casos, não é essencial saber de quem o administrador* insider *comprou ou vendeu os títulos, inferindo-se o nexo de causalidade mediante a prova de que as informações por ele omitidas eram relevantes e privilegiadas. Vale referir que os tribunais norte-americanos, a propósito, tiveram ocasião de discutir a questão da causalidade nas negociações entre o administrador* insider *e os investidores, concluindo que, posto que o fundamento do prejuízo é a ausência da revelação, por parte do* insider, *e não a negociação em si, torna-se irrelevante a verificação de quem comprou ou vendeu do* insider *para a legitimação ativa na ação de indenização. Assim, não é necessário estabelecer-se qualquer relação contratual direta entre o administrador* insider *e os investidores lesados, posto que seria impossível determinar quem transacionou com ele, em um mercado anônimo e aberto, como é o mercado de bolsa. Portanto, todos aqueles que sofreram prejuízo no período em que o administrador* insider *estava negociando no mercado, com base em informação privilegiada e relevante sobre os negócios de companhia, podem mover-lhe ação de responsabilidade civil. Reforça a conclusão acima a consideração de que,* in casu, *a responsabilidade não é contratual, mas sim aquiliana."* EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*. In: Revista dos Tribunais. São Paulo: RT, v.XXIII, n. 56, out.-dez., 1984, pp. 47 – 62, pp. 52-53.

[186] DIAS, Amanda Tayar Duarte. *Questões atuais envolvendo o* insider trading. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 12, n. 45, jul./set. 2009, pp. 121-148, p. 123.

[187] *"Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:*
I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;
II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;
III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.
§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.
§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

do administrador que infringir o dever de sigilo em relação às informações da companhia. Tal norma, contudo, mencionava expressamente apenas o administrador da companhia e seus subordinados ou terceiros de sua confiança como agentes capazes de cometer o crime de *insider trading*.

Assim, quando da promulgação da Lei nº 7.913/89, TOLEDO entendeu que tal diploma teria ampliado o rol de pessoas que poderiam vir a ser responsabilizadas pela prática de *insider trading* – uma vez que teria dissipado, por exemplo, a dúvida se o acionista controlador (expressamente mencionado pela norma) poderia ou não ser responsabilizado a tal título[188].

Posteriormente, foram promulgadas outras leis que aprofundaram a regulamentação da matéria[189], tendo a ICVM 358/2002 cuidado de listar todos os possíveis *insiders primários* - identificados como as pessoas que possuem o dever de sigilo em relação às informações ainda não divulgadas pela companhia, em razão de posições ocupadas em relação a esta[190].

Atualmente, não há dúvidas de que podem praticar *insider trading*, e consequentemente ser responsabilizados, inclusive no âmbito da aplicação da Lei nº

---

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1° e 2°, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.
§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários."

[188] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89* – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, ano XXIX, v. 80, São Paulo, out.-dez. 1990, pp. 138-148, p. 143.

[189] Art. 116-A. da Lei nº 6.404/76 *"O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários."*
Art. 22, §1º, V da Lei nº 6.386/76 *"Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão. §1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: (...) V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras;"*

[190] Art. 8º da ICVM 358/2002: *"Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de qualquer órgão com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo sobre as informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento."*

7.913/89, tanto os *insiders primários*[191], quanto os *insiders secundários* – os quais estão previstos no art. 155, § 4º da Lei nº 6.404/76 e são identificados como os terceiros que, mesmo alheios ao funcionamento da companhia, obtêm informações privilegiadas de um *insider primário* e as utilizam em benefício próprio[192].

C) *"omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa"*

A última hipótese exemplificativa de conduta arrolada pela Lei nº 7.913/89 abrange o dano causado por quebra no dever de informação, conhecido na doutrina norte-americana como dever de *full disclosure*.

Conforme demonstrado, o *full disclosure* representa *"o dever de divulgar informações relativas à companhia de forma clara e transparente, sendo abordados aspectos positivos e negativos relativos à sua situação financeira e a quaisquer outras questões que influenciem de alguma forma na correta compreensão e avaliação do estado da companhia por parte de seus investidores"*[193].

---

[191] Conforme apontado por DIAS, observa-se, atualmente, uma tendência ao alargamento do conceito de *"insider primário"*, tendo a Iosco, por exemplo, criado o conceito de *"insider temporário"*, que seriam aqueles que estiveram dentro da companhia, participando das negociações, no período em que ocorriam as deliberações acerca da informação privilegiada: *"Nesse sentido, leia-se trecho de Relatório publicado pela Iosco, no qual defende a necessidade de uma distinção entre o* insider *e o* tippee*, mas sugere a inclusão dos* temporary insiders *na primeira categoria: 'In definitions of insiders, a distinction is usually drawn between two categories of insiders: primary insiders and secondary ones. (...) Definitions of primary insider generally include members of management and the supervisory or administrative bodies of the issuer. This definition is sometimes expanded to include employees of the company and those who provide services to the issuer (including outside lawyers, accountants and financial advisers). (...) such a fiduciary duty can be acquired by persons who provide services to the corporation, like outside lawyers, consultants, investment bankers or others (so called temporary or constructive insiders (see section 1.2.1.1), provided the corporation expects them to keep the information confidential. Definitions of primary insider should encompass the officers in the company generating the inside information, as well as any outside professional service providers having access to inside information'."* DIAS, Amanda Tayar Duarte. *Questões atuais envolvendo o* insider trading. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 12, n. 45, jul./set. 2009, pp. 121-148, p. 128-129.

[192] *"A distinção entre o insider primário e o secundário é de suma importância, pois na primeira hipótese estamos tratando de agentes possuidores de deveres de ética e lealdade perante a companhia e, ainda, de pessoas em condições completamente distintas no que se refere à acessibilidade aos fatos e atos da companhia, restando inviável que as duas situações recebam o mesmo tratamento jurídico."* DIAS, Amanda Tayar Duarte. *Questões atuais envolvendo o insider trading*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 12, n. 45, jul./set. 2009, pp. 121-148, p. 131.

[193] DIAS, Amanda Tayar Duarte. *Questões atuais envolvendo o insider trading*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 12, n. 45, jul./set. 2009, pp. 121-148, p. 124.

Insta lembrar que a regulação do mercado de capitais[194] tem como objetivo norteador propiciar a efetiva tutela dos investidores que nele atuam[195]. Sendo os investidores os responsáveis pela aquisição e negociação dos valores mobiliários emitidos pelas companhias abertas, devem estes ter a segurança de que os retornos dos respectivos investimentos serão proporcionais aos riscos assumidos.

Citando Ronald Coase, SZTAJN lembra que a intervenção estatal para a fixação de regras para o mercado de capitais é justificada, uma vez que *"nem sempre as pessoas, negociando livremente, conseguem atingir o melhor resultado"*, não sendo o mercado, em muitos casos, *"eficiente na alocação de direitos e deveres"* para os seus envolvidos[196].

Princípio basilar para que o mercado seja eficiente[197] é a garantia de ampla divulgação das informações que possam impactar nas suas negociações, a qual influenciará diretamente na precificação dos produtos oferecidos[198]. Com efeito, é a partir da ampla e

---

[194] É importante lembrar a existência de duas formas de regulação do mercado: *"a hetero-regulação, imposta por agência pública e a auto-regulação, quando as regras são predispostas por integrantes do grupo a ser regulado, ou exercentes da atividade a ser regulada. No mercado de valores mobiliários as duas formas coexistem"*. SZTAJN, Rachel. *Regulação e mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 135, jul./set. 2004, pp. 136-147, p. 138.

[195] *"O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado. Nesse sentido, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociação, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas."* EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus. *Mercado de Capitais. Regime Jurídico*. 3ª ed. São Paulo: Renovar. 2011. p. 20.

[196] Conclui a autora que *"a partir dessa concepção de liberdade mitigada de mercado, se assim se pode denominá-la, é que se deve enfrentar a questão da regulação no mercado de valores mobiliários e, em especial, a determinação do bem que, primacialmente, deve ser tutelado"*. SZTAJN, Rachel. *Regulação e mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 135, jul./set. 2004, pp. 136-147, p. 136.

[197] Para SZTAJN, a eficiência do mercado pode ser verificada sob três bases: *"a) impossibilidade de que qualquer dos participantes, isoladamente ou em combinação com alguns outros, possa atuar sobre a oferta ou a demanda; b) bens razoavelmente substitutos entre si, de forma que a mudança de preço de um deles possa afetar a produção/consumo do outro; c) informação amplamente disseminada entre os participantes para que possam livremente escolher"* SZTAJN, Rachel. *Regulação e mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 135, jul./set. 2004, pp. 136-147, p. 137.

[198] Outros aspectos também são levados em conta para se apurar tal eficiência, como, por exemplo, (i) os custos de negociação do mercado (*e.g.* corretagem, custódia e transferência dos títulos), que deverão ser justos e proporcionais aos produtos/serviços oferecidos, de sorte a atrair uma maior gama de investidores; e (ii) o incentivo à competitividade entre os intermediários financeiros que atuam no mercado, a qual implica uma oferta de melhores produtos/serviços, com melhores preços.

eficaz divulgação de informações, que é possível a existência de um mercado competitivo[199], eficiente e com grande liquidez de seus produtos.

No caso do mercado de valores mobiliários, tal divulgação assume importância ímpar, tendo em vista que *"os bens negociados não são exatamente fungíveis entre si, por isso o investidor quer informações confiáveis quanto à saúde financeira da companhia investida, previsão de resultados futuros, mercado em que opera e concorrentes que dele participam, contingências que possam comprometer os resultados, competência dos administradores, enfim, informações internas e nem sempre públicas"*[200].

Conforme já demonstrado, nos Estados Unidos da América, é reconhecida a possibilidade de se responsabilizar a companhia emissora em *class action* ajuizada no âmbito de *securities litigation* envolvendo quebra do dever de *full disclosure*.

No Brasil, por sua vez, a questão suscita dúvidas, existindo basicamente duas teorias a respeito.

Em linhas gerais, a primeira tese defende a impossibilidade de se responsabilizar a companhia (considerada como vítima), uma vez que a legislação societária preveria que a companhia deve ser ressarcida pelos danos diretos a esta causados no âmbito de ilícitos cometidos, por exemplo, por seus acionistas e/ou administradores.

De outro lado, há quem alegue que a companhia deveria responder pela falha na divulgação da informação, uma vez que se trata de dever a ela imputado, que, mesmo que praticado pelo diretor, a vincularia[201].

Essas duas correntes serão melhor analisadas no item 4.2(C) abaixo.

---

[199] De fato, uma vez assegurado o princípio da ampla divulgação no mercado, também se incentiva a competitividade entre os agentes nele atuantes, com a melhora da qualidade dos produtos e serviços ofertados.
[200] SZTAJN, Rachel. *Regulação e mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 135, jul./set. 2004, pp. 136-147, pp. 139-140.
[201] Dentre as principais propostas contidas no Anteprojeto, destaca-se a possibilidade de o juiz determinar, a pedido do autor da ação, que a *"efetivação da responsabilidade da pessoa jurídica recaia sobre o acionista controlador, o sócio majoritário, os sócios-gerentes, os administradores societários, as sociedades que a integram, no caso de grupo societário, ou outros responsáveis que exerçam de fato a administração da empresa"*.

4.2. Regimes de responsabilização no Direito Societário

Antes de se adentrar nos principais regimes de responsabilização do Direito Societário, cabem algumas considerações introdutórias acerca da feição institucional das companhias e da teoria organicista.

Em que pese a reconhecida natureza contratual das sociedades[202], vale lembrar que a Lei nº 6.404/76 reconheceu o caráter institucional das companhias.

Tal caráter é evidenciado pela existência de diversos dispositivos legais que transcendem a esfera jurídica dos acionistas e visam tutelar terceiros afetados pela companhia (os chamados *stakeholders*)[203]. Tais disposições são de ordem pública, portanto, inderrogáveis pelos acionistas, e evidenciam o interesse público existente no âmbito das companhias, sobretudo abertas[204], que se valem da poupança popular como forma de financiamento e impactam diversos grupos que não os acionistas (empregados), e a coletividade como um todo.

Em vista de tal caráter institucional, (i) foram criadas regras próprias de responsabilidade no âmbito das companhias; e (ii) instituída a CVM, enquanto entidade reguladora e fiscalizadora, que possui como finalidade última a tutela dos investidores e do mercado de capitais.

---

[202] COMPARATO explica ser a sociedade um contrato de organização, *"isto é, um contrato cuja execução não se esgota numa troca de prestações entre os sócios, mas dá origem a uma estrutura de poderes e funções – personalizada ou não – para o exercício da atividade que constitui o objeto social"* COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*, São Paulo: Saraiva, 1995, pp. 182-183.

[203] Por exemplo, pode-se citar o parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6.404/76, que prevê que o *"acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender".*

[204] Sem afastar a existência de feição institucional em todas as companhias, COMPARATO esclarece que, nas companhias abertas, *"predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derrogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais"*, enquanto que, nas companhias fechadas, *"prevalece o aspecto contratual, conferindo-se ampla liberdade de estipulação às partes para regular o funcionamento do mecanismo societário, de acordo com os seus interesses particulares."* COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Forense, 1981, p. 119.

Em decorrência do caráter institucional das companhias, a Lei nº 6.404/76 define uma estrutura orgânica para elas, composta por órgãos obrigatórios[205] e facultativos[206], com funções próprias e inerentes ao seu funcionamento.

Conforme lembra ADAMEK, o órgão é elemento integrante e necessário do ente coletivo, identificado como um centro de imputação de *"poderes funcionais exercidos, por um ou mais indivíduos que nele estejam investidos, para formar e manifestar a vontade juridicamente imputável à pessoa jurídica"*[207].

Entre órgão e ente coletivo não se estabelecem relações jurídicas e sim uma relação orgânica, uma vez que os direitos e poderes exercidos pelo órgão não são de titularidade do ente coletivo, mas da própria entidade da qual o órgão é parte integrante[208], devendo, portando, ser exercidos em prol do interesse de tal entidade[209].

Como consequência, os atos realizados pelos órgãos da companhia são, em regra, a ela imputados, uma vez que se entende serem atos praticados por ela própria[210].

De outro lado, tem-se que a responsabilidade dos membros dos órgãos perante a companhia, é de natureza extracontratual[211], uma vez que *"não decorre de uma relação meramente obrigacional, mas da própria Lei, como no caso de violação do dever de prestar*

---

[205] Como órgãos obrigatórios podem-se citar a Assembleia Geral (art. 121 da Lei nº 6.404/76); Diretoria (art. 138 da Lei nº 6.404/76) e o Conselho Fiscal, cujo funcionamento, salvo determinados casos, é facultativo (art. 161 da Lei nº 6.404/76).

[206] Como órgãos facultativos podem-se citar o Conselho de Administração (art. 138 da Lei nº 6.404/76), salvo exceções legais em que tal órgão é obrigatório (art. 138, §2º e 239 da Lei nº 6.404/76) e os órgãos consultivos (art. 160 da Lei nº 6.404/76).

[207] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 11.

[208] *"Na relação orgânica, há uma só vontade, que é a da entidade emitida nos limites legais pelo seu elemento vivo de contato com o mundo jurídico, e constituem o aparelhamento técnico pelo qual manifesta a sua vontade ou exerce as suas atividades"* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Direito Comercial: textos e pretextos*, São Paulo: Bushatsky, 1976, p. 64

[209] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 12 e 13.

[210] *"O direito contemporâneo assentou, como decorrente da própria concepção das pessoas jurídicas, que respondem elas pelos atos de seus órgãos. São atos seus. (...) A responsabilidade pelos atos dos órgãos é de vontade própria, porque a vontade, em tais atos, é a vontade da pessoa jurídica, e por ato próprio, porque os atos dos órgãos são seus."* MIRANDA. Pontes. Tratado de Direito Privado. São Paulo: Saraiva, 2012, tomo 1, p. 583.

[211] Reconhece-se, contudo, a existência de relações jurídicas entre o ente coletivo e os membros dos órgãos. No âmbito da administração, tais relações, de natureza contratual, dizem respeito ao vínculo de cada um dos membros dos órgãos da administração com a companhia. Conforme explica ADAMEK, a doutrina majoritária identifica que tais relações jurídicas são provenientes de um contrato de administração *sui generis* celebrado entre o membro do órgão da administração e a companhia quando da sua eleição e consequente tomada de posse. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 50.

informações fidedignas ao mercado, previsto nos artigos 1º da Lei 7.913/89 e 3º, VI e X da Lei 1.521, bem como nas normas da CVM"[212].

Conforme se verá, (i) a existência de relações jurídicas entre os membros dos órgãos e a companhia justificarão a possibilidade de responsabilização de tais membros pelos atos praticados[213]; e (ii) as especificidades inerentes aos órgãos da companhia impactarão nos regimes de responsabilidade aplicáveis[214].

---

[212] CARVALHOSA, Modesto. *Parecer Jurídico*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 25-47, p. 29.

[213] *"A vontade dos membros dos órgãos é imputada à pessoa coletiva, mas não deixa, por isso, de ser vontade dos próprios membros e de poder ser imputada também a estes, nomeadamente responsabilizando-os pessoalmente por atos ilícitos praticados em nome da pessoa coletiva. (...) Existe, pois, uma relação jurídica entre a pessoa coletiva e cada membro dos seus órgãos"*. CORREIA, Luís Brito. *Os administradores de sociedades anônimas*. Coimbra: Almedina, 1988. pp. 293-294.

[214] Em que pese a possibilidade de responsabilização nos âmbitos civil, administrativo e penal, abordaremos apenas a responsabilidade no âmbito civil, tendo em vista o escopo da dissertação.

A. Responsabilidade dos administradores

A Lei nº 6.404/76 facultou a adoção do sistema de estruturação da administração da companhia, possibilitando a escolha do sistema dual, no qual a administração é composta pelo Conselho de Administração e pela Diretoria[215], e do sistema monista, amplamente escolhido pelas companhias de menor vulto, em que a administração é realizada apenas pela Diretoria.

Os órgãos de administração das companhias são plurais, uma vez que formados necessariamente por dois ou mais membros[216]. O Conselho de Administração, por força do art. 138, §1º da Lei nº 6.404/76[217], é um órgão plural de funcionamento colegial (*i.e.* cuja atuação é feita em conjunto, mediante procedimento jurídico pré-definido para a tomada de deliberações), enquanto a Diretoria, apesar de ser um órgão plural, a princípio, não atua de forma colegiada[218].

A forma de atuação do órgão da administração é determinante para a fixação do regime de responsabilização de seus membros. Os membros do conselho de administração e da diretoria, nos casos em que esta atue de forma conjunta, serão submetidos ao regime de responsabilidade coletiva. O diretor, quando atuar de forma isolada, será submetido ao regime próprio de responsabilidade individual.

---

[215] Salvo para os casos já mencionados em que é obrigatória a existência de Conselho de Administração (companhias abertas, com capital autorizado e sociedades de economia mista).

[216] Dentre as diversas formas de classificação dos órgãos, adquire especial importância a classificação de acordo com o número de titulares, em relação a qual, ADAMEK ensina que *"os órgãos classificam-se em órgãos singulares, compostos por um titular, e órgãos plurais, com dois ou mais titulares. Tendo em vista o modo de funcionamento, os órgãos plurais podem ser sucessivos, quando a atuação de um titular se opera na falta ou impedimento do outro, ou simultâneos, quando há simultaneidade dos poderes dos vários administradores. Nesta última situação, os órgãos dividem-se em órgãos de funcionamento disjuntivo (ou separado), quando cada titular seu pode atuar sozinho, tendo poderes iguais e independentes dos outros titulares, salvo na medida em que algum deles tenha o direito de se opor ao outro; conjunto (ou coletivo), quando os vários titulares devem atuar em um ou mais grupos, independentemente de deliberação em conselho ou assembleia; e colegial, quando os titulares do órgão plural atuam em grupo, mediante deliberação tomada em reunião, atendido certo procedimento jurídico."* ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 13.

[217] Art. 138 da Lei nº 6.404/76 *"A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores."*

[218] Dispõe o art. 143, IV da Lei nº 6.404/76 que o estatuto social poderá prever *"as atribuições e poderes de cada diretor"*, facultando o art. 143, §2º, do mesmo diploma legal, que o estatuto também estabeleça que *"determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria"*.

Em relação à responsabilidade coletiva, é importante ressaltar que esta não será necessariamente solidária[219]. Com efeito, o art. 158, §1º da Lei nº 6.404/76 consagra o princípio da incomunicabilidade da culpa entre os administradores - salvo quando o administrador (a) for conivente com os atos ilícitos de outros administradores; (b) negligenciar em descobrir os atos ilícitos dos outros administradores; ou (c) deixar de tomar providências para tentar impedir a prática de atos ilícitos por outros administradores, tendo conhecimento destes; e ressalvando que o administrador poderá ser eximido de responsabilidade, no caso concreto, caso consigne ou informe a sua divergência, nos termos da segunda parte do art. 158, § 1º da Lei nº 6.404/76[220].

Ressalva seja feita, contudo, aos atos que impliquem descumprimento de deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia[221]. Nessas hipóteses, quaisquer membros da administração, independentemente do órgão a que pertençam, poderão ser responsabilizados por atos causados por outro membro da administração, nos termos do art. 158, §2º da Lei nº 6.404/76[222].

---

[219] *"A decisão colegial não implica necessariamente a responsabilidade de todos os membros que participaram da decisão irregular. Quer isso dizer que o fato de haver decisão colegiada, nos termos da LSA, não induz obrigatoriamente a responsabilidade colegial. A solidariedade, por sua vez, não decorre da posição ocupada pelo administrador, dependerá sempre da conjugação de outro ato culposo (omissivo ou comissivo) do corresponsável. O administrador não pode responder por ato de outro apenas por integrar o mesmo órgão, mesmo que se trate de um colegiado. Será sempre exigida a violação de um dever legal ou estatutário. Na fórmula da LSA, quando for conivente com a prática de ilícitos, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática."* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias.* Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed. 2017. pp. 880-881.

[220] *"§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral."*

[221] *"A doutrina aponta, com razão, que a solidariedade somente se aplica quando se tratar de dispositivos legais que imponham obrigações positivas aos administradores e que, por isso mesmo, não poderiam ser sonegadas dos demais administradores. Nesse sentido, diz Valverde (1959, V. II, n. 641) que 'claro é que unicamente as obrigações de fazer, ou positivas, impostas pela lei ou pelos estatutos, indistintamente, podem fundamentar a sua responsabilidade solidária. Pois as de não fazer, ou negativas, são pessoais: não depende, em regra, da vontade de outrem, a fiel observância do preceito proibitivo'. Mas não se está, ainda, na linha da responsabilidade sem culpa. Os administradores responderão, ainda assim, por culpa própria e individual. O administrador a quem competia a prática do ato específico responderá por ter deixado de praticá-lo. O administrador que não tinha atribuição direta para a prática do ato responderá por falta de dever de diligência ao não verificar o descumprimento do dever pelo outro administrador a não ter agido de forma a evitar a ocorrência do prejuízo."* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias.* Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed. 2017. p. 884.

[222] Art. 158, §2º da Lei nº 6.404/76 "*Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles."*

Tal regra, contudo, é afastada nas companhias abertas pelo art. 158, § 3º da Lei nº 6.404/76, em razão do grande grau de especialização inerente aos cargos. Em tais companhias, apenas serão solidariamente responsáveis pelo descumprimento de deveres impostos por lei por determinado administrador, aquele que, por disposição do estatuto, tenha *"atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres"* – salvo nos casos em que tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente, deixar de comunicar o fato à assembleia-geral (art. 158, § 4º da Lei nº 6.404/76).

Além da forma de atuação, a fixação do regime de responsabilidade aplicável aos membros do órgão também deverá levar em conta a natureza dos poderes a eles conferidos.

Nas companhias, são atribuídos aos administradores determinados poderes[223], sendo que, em contraponto a esses, a Lei nº 6.404/76 estabelece certos deveres de natureza fiduciária, dentre os quais se destacam os deveres de diligência e lealdade[224]. Tais deveres, são, a princípio, estabelecidos em prol da companhia, e não dos acionistas[225].

---

[223] Em relação aos diretores, é importante lembrar que esses: *"detêm poderes de dupla natureza: poderes de gestão (administração interna ou* Geschäftsführung*), expressos na atividade de condução dos negócios da companhia mediante a execução de todos os atos e operações necessários à consecução do objeto social (LSA, art. 2º), e poderes de representação (administração externa ou* Vertretung*), pois cabe privativamente a eles a manifestação, exteriorização da vontade social a terceiros (LSA, arts. 138, §1º, e 144)"* ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 24.

[224] Ademais, é importante lembrar que há outros limites à atuação dos administradores, como por exemplo, a função social da empresa. Nesse sentido, BULGARELLI explica que: *"Não se ignora que mirando a questão da empresa em relação aos seus perfis, a questão se reduz a impor deveres à companhia (empresária, ou seja, empresa sob o aspecto subjetivo), mas procedendo-se a um corte interno na companhia (que é o que se vem fazendo ao apreciar a administração), ver-se-á que recai sobre o exercício da atividade econômica produtora de bens/serviços (objeto social, empresa sob o aspecto funcional). Assim, o administrador, a quem incumbe dois tipos básicos de gestão tanto relativos ao corpo societário como à gestão empresarial, deverá levar em consideração, no âmbito desta última, a função social que lhe é imposta, como por exemplo, prover as necessidades dos trabalhadores, escolher, planejar e bem produzir, com os controles técnicos adequados e os cuidados exigidos pela tecnologia, os produtos que há de lançar no mercado, para não danar o consumidor; zelar para não poluir as localidades onde estejam sediadas unidades fabris, etc. Difícil não é verificar que há uma divisão interna de ordem de atividades, implicando em deveres próprios. Diversa é afinal a convocação de assembléias gerais, a publicação de editais, etc., daquelas outras que mencionamos. E afinal por que outra razão se não porque mantém uma atividade econômica produtora de bens e serviços, haveria de se lhes exigir uma função social?"* BULGARELLI, Waldirio. *Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano XXII, n. 50, abr./jun. 1983, pp. 75-105, p. 79.

[225] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 120-121.

A regra geral prevista no art. 158, *caput* da Lei nº 6.404/76 isenta o administrador de responsabilidade[226] pelas obrigações que contrair em nome da sociedade em virtude de ato regular de gestão[227], entendido como o ato praticado pelos administradores *"nos limites das atribuições, sem dolo ou culpa"* ou que, *"embora excedendo esses limites, não viole a lei e o estatuto"*[228].

Nesses casos, o administrador é isentado de qualquer responsabilidade, devendo a companhia responder exclusivamente pelos referidos atos perante terceiros[229].

A *contrario sensu*, responde o administrador pessoalmente (i) quando agir dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo (art. 158, I da Lei nº 6.404/76); ou (ii) com violação da lei ou do estatuto (art. 158, II da Lei nº 6.404/76).

---

[226] Não há consenso se a natureza da responsabilidade decorrente do vínculo do membro do órgão da administração e a companhia é obrigacional (contratual ou negocial) ou extracontratual (*ex lege*, delitual ou aquiliana). Para ADAMEK, tal classificação tem pouca aplicação prática, tendo em vista, principalmente, que, em ambos os casos, a fonte da responsabilidade civil é a violação de uma obrigação preexistente: *"O registro quanto à espécie de responsabilidade era necessário, quando mais não fosse apenas para relativizar o seu alcance. E, também, para assentar, de forma categórica, que a adoção da teoria organicista não tem como consequência necessária (frequentemente enfatizada no discurso doutrinário) inserir a responsabilidade do administrador na esfera aquiliana ou, dito o mesmo de outra forma, não é incompatível com a responsabilidade contratual (sendo, por isso, perfeitamente viável, mantê-la nesta seara, com o reconhecimento de que o estatuto social é a fonte atributiva imediata de poderes; a fonte mediata, sim, há de ser, sempre, a própria lei)."* ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 198.

[227] Conforme conclui ADAMEK, *"segue-se daí que os terceiros não podem querer responsabilizar pessoalmente o administrador por atos ou operações regulares de sua gestão, mesmo que, ao final, resultem-lhes prejuízos: 'os terceiros que se sentem lesados, ensina Maurice Cozian e Alain Viandier, 'devem se voltar contra a sociedade e não pessoalmente contra o dirigente. A sociedade que constitui um corta-fogo, mantendo os dirigentes ao abrigo dos ataques de terceiros'."* ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 211-212.

[228] LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. p. 63.

[229] Conforme explica LEÃES, *"em decorrência da relação orgânica que prende o administrador à companhia, a lei desloca totalmente para a sociedade a responsabilidade pelas obrigações que, no cumprimento de seus regulares deveres de gestão, o administrador venha a contrair com terceiros em nome da sociedade. Daí dizer-se que o* caput *desse dispositivo consagra o princípio da 'irresponsabilidade pessoal' do administrador" por 'atos regulares de gestão'. Nessa hipótese, a sociedade – e a sociedade tão somente – responde pelos eventuais prejuízos provocados pelas obrigações assumidas em seu nome por seus administradores, pois estes, ao praticarem um ato de regular gestão, cumprindo os deveres legais que lhe foram atribuídos, atuam organicamente, isto é, agem como se fossem a própria sociedade, exteriorizando a vontade social."* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. p. 62.

O inciso I do referido artigo prevê uma presunção de inocência em favor do administrador que tenha agido dentro de suas atribuições ou poderes. Com efeito, este administrador somente poderá ser responsabilizado se comprovada a sua culpabilidade no caso concreto. A natureza da responsabilidade nesses casos é subjetiva, de modo que, nos termos da legislação civil, a sua verificação no caso concreto depende da comprovação do (i) dano; (ii) ação ou omissão do agente; (iii) nexo de causalidade entre a conduta antijurídica e o consequente dano; e (iv) dolo ou culpa do agente.

Não obstante, mesmo nesses casos, responderá a companhia pelos atos do administrador, uma vez que agiu dentro de suas atribuições, ou seja, como um órgão da companhia. É ressalvado à companhia, contudo, o direito de regresso contra o administrador.

O inciso II, por sua vez, prevê a responsabilização do administrador nos casos em que haja violação ao estatuto ou à lei. Em tais casos, poder-se-ia sustentar que a companhia, a princípio, não estaria vinculada ao ato praticado pelo administrador, tendo em vista que este não teria agido na condição de órgão desta[230].

Nesses casos, entende-se haver uma presunção de culpa do administrador, tendo em vista que este agiu fora de suas atribuições e poderes. Trata-se de inversão do ônus probatório em desfavor do administrador, a qual, conforme lembra EIZIRIK, configura situação intermediária entre os regimes de responsabilidade subjetiva e objetiva, podendo ser afastada no caso concreto[231].

---

[230] Conforme ressalva LEÃES, *"à luz do primado da boa-fé (que se impõe de diante de situações aparentes, tão frequentes no tráfico negocial), tais atos da administração, apesar de exercidos fora do âmbito de suas atribuições, ou além dos seus poderes, podem igualmente vincular a sociedade, mormente quando forem posteriormente ratificados, ou deles a sociedade auferir vantagens."* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. p. 63.

[231] A título exemplificativo de tal modalidade de responsabilização, EIZIRIK cita o delito de *insider trading*, no qual *"o autor da ação de responsabilidade civil deve provar apenas que houve o dano e que ele foi causado pela conduta ilegal do administrador, ao utilizar informação confidencial da companhia em proveito próprio, presumindo-se, até prova em contrário, que, em razão de seu cargo, a ela tivera acesso o administrador. Há, porém, algumas escusas possíveis: o administrador pode provar que não tivera acesso à informação (estava ausente do país, por exemplo), ou que os prejuízos não foram causados pela falha no* disclosure*, mas sim por manipulações no mercado provocadas por terceiros, caso em que faltaria o nexo de causalidade. Pode o administrador, ainda, demonstrar a ausência de culpa, se provar, por exemplo, que, mesmo estando de posse das informações, vendeu as ações da companhia unicamente para atender compromissos financeiros reais, urgentes e inadiáveis (uma cirurgia de emergência, por exemplo). Cabe lembrar, a propósito, que a lei societária inglesa de 1980, em seu art. 68, considera que não se caracteriza o delito de* insider trading *quando o* insider *demonstra que negociou com qualquer outra finalidade que não as de obter lucros ou evitar*

B. Responsabilidade do acionista controlador

Conforme ensina BULGARELLI, a responsabilidade dos acionistas está prevista em capítulos próprios da Lei nº 6.404/1976, notadamente (i) no dever de proferir voto no interesse da companhia, na vedação ao abuso do direito de voto e no tratamento dispensado

prejuízos." EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*. In: Revista dos Tribunais. São Paulo: RT, v.XXIII, n. 56, out.-dez., 1984, pp. 47 – 62, p. 54.

às situações de conflito de interesses (art. 115 e §§[232]); e (ii) no tratamento dispensado ao acionista controlador (arts. 116, 117, 245 e 246[233])[234].

---

[232] Art. 115 da Lei nº 6.404/76: *"O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. §1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. §2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º. §3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. §4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido."*

[233] Art. 116 da Lei nº 6.404/76: *"Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender."*

Art. 117 da Lei nº 6.404/76: *"O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral; f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade. h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. § 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador. § 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo."*

Art. 245 da Lei nº 6.404/76: *"Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo."*

Art. 246 da Lei nº 6.404/76: *"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."*

[234] *"Ficou assim, a bem dizer, a assembléia geral com um sistema próprio desvinculado do sistema de atribuições, poderes, competência, normas sobre investidura, deveres e responsabilidades específico dos*

Em primeiro lugar, faz-se necessário relembrar o conceito de acionista controlador, figura esta a que, até o advento da Lei nº 6.404/1976, o direito pátrio havia atribuído pouca atenção.

O art. 116 da Lei nº 6.404/76 identifica como acionista controlador *"a pessoa, natural ou jurídica*[235]*, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto* (não necessariamente escrito)[236]*, ou sob controle comum*, *que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente*[237]*, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia"*.

A princípio, o acionista controlador está sujeito aos mesmos deveres dos demais acionistas, especialmente o de exercer seu direito a voto no interesse da companhia, conforme previsto no art. 115.

Entretanto, o poder de controle (amplamente identificado no poder do acionista de determinar as deliberações a serem tomadas pela Assembleia Geral)[238] é concebido como

---

administradores." BULGARELLI, Waldirio. *Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano XXII, n. 50, abr./jun. 1983, pp. 75-105, p. 87.

[235] Nessa hipótese podem ser incluídas as fundações, mas não as sociedades controladoras, cujo conceito acha-se no art. 243, § 2º, e cuja responsabilidade está prevista no art. 246.

[236] Para que haja tal vinculação e todos os integrantes de determinado grupo (ainda que tal grupo esteja organizado por meio de, por exemplo, sociedade holding que controle a companhia) sejam considerados como controladores é necessário que: *"(a) os acionistas que são partes do acordo detenham, em conjunto, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral; (b) que esses votos sejam exercidos como expressão da vontade de todo o grupo, e não de cada um de seus membros; (c) que o acordo institua reuniões prévias dos membros do grupo, com a definição do modo de sua convocação, o número de votos de cada membro na formação de deliberação coletiva e do requisito para a formação da vontade coletiva (unanimidade ou maioria de votos), pois a manifestação de vontade de um grupo de pessoas é, por natureza, ato coletivo, que pressupõe procedimento de deliberação do grupo que organize em deliberação coletiva as manifestações individuais dos membros; (d) o acordo defina o modo de representação do grupo nas Assembléias Gerais, por meio de um dos seus membros ou de procurador, que exerça os votos de todo o grupo segundo as deliberações prévias; ou (e) que os membros do acordo se obriguem a comparecer a todas as reuniões da Assembléia e a nelas exercer seus direitos de voto segundo as deliberações prévias."* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias.* Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed. 2017. pp. 619-620.

[237] Em que pese o conceito de permanência ser controverso, a Res. 401/76 CMN, n. IV (posteriormente revogada pela Resolução n. 2.927/02) previa que o requisito seria verificado quando a maioria absoluta dos votos de determinados acionistas fosse verificada nas três últimas Assembleias Gerais da companhia.

[238] Conforme ensina COMPARATO, *"Na economia da nova sociedade anônima, o controlador se afirma como seu mais recente órgão, ou, se preferir a explicação funcional do mecanismo societário, como o titular de um novo cargo social. Cargo, em sua mais vasta acepção jurídica, designa um centro de competência, envolvendo uma ou mais funções. O reconhecimento de um cargo, em qualquer tipo de organização, faz-se pela definição de funções próprias e necessárias. Ora, tais funções existem vinculadas à pessoa do controlador, pelo menos do acionista controlador. No vigente direito acionário brasileiro, elas podem resumir-se no poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais; ou, como se diz no art.*

um direito-função, que apenas é atribuído ao seu titular para consecução de finalidades predeterminadas[239].

No caso das companhias, tais finalidades[240] têm reflexos de dimensão interna (*e.g.* a necessidade de se resguardarem os interesses dos acionistas, de titulares de outros valores mobiliários por ela emitidos, dos empregados e administradores), e externa, identificada, por exemplo, na também reconhecida necessidade de assegurar os interesses da comunidade local, no âmbito das atividades desenvolvidas pela companhia.

Dessa forma, o art. 117 da Lei nº 6.404/76[241] prevê determinados deveres específicos para o controlador, imputando a ele responsabilidade pelos danos causados por

---

116, alínea b, da Lei nº 6.404/76, no poder de 'dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da companhia' (com o reconhecimento implícito de que o acionista controlador é um dos órgãos da companhia)." COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 119.

[239] *"Mas a todo poder correspondem deveres e responsabilidades próprias, exatamente porque se trata de um direito-função, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas. Assim também no que diz respeito ao poder de controle, na estrutura da sociedade anônima. Ora, uma das mais sentidas lacunas de nossa ordenação jurídica, até a promulgação da nova lei acionária, consistia, justamente, na falta de previsão de limites rigorosos para o exercício do controle societário, na medida em que esse fenômeno social havia sido descurado, quase que totalmente, na visão do legislador, ou concebido como realidade menos honesta, numa democracia acionária próxima da ilusão comunitária."* COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 315.

[240] É importante esclarecer a diferença entre objeto e objetivo da sociedade. Aquele refere-se ao objeto social, ou seja, as atividades específicas que a sociedade se destina a explorar, enquanto este é o fim último visado que, no caso das sociedades, será necessariamente a partilha de resultados entre os sócios, cf. art. 981 do Código Civil.

[241] *"Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.*
§1º São modalidades de exercício abusivo de poder:
a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;
f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.
§2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

atos praticados com abuso de poder[242]. Tal responsabilidade do acionista controlador, geralmente de dimensão *interna corporis*[243], pode se dar tanto em razão do exercício do direito de voto, quanto na esfera administrativa.

Conforme ensina COMPARATO, o abuso de poder é verificado nos casos em que não há antijuridicidade propriamente dita, e sim em uma "falha" no exercício de um poder juridicamente atribuído, considerando suas finalidades.

Atos de desvio de poder e excesso de poder são espécies do gênero abuso de poder.

O excesso de poder diferencia-se do desvio de poder, na medida em que persegue os fins e objetivos consagrados na legislação, mas o faz de forma a interferir excessivamente na esfera jurídica alheia.

O desvio de poder, por sua vez, é verificado quando há a observância meramente aparente ou formal das disposições normativas, restando frustrada, contudo, a sua finalidade. Nesses casos, há um afastamento do "espírito da lei", mas não da sua forma, uma vez que se trata de ato típico de *"fraus legi"* e, não *"contra legem"*. Há, assim, a falha do objetivo/finalidade da norma.

Conforme mencionado, determina o art. 115 que os acionistas devem proferir seus votos em consonância com o interesse da companhia, sob pena de restar verificado no caso um abuso de poder.

Ensina FRANÇA que o interesse da companhia é identificado com o interesse dos acionistas, enquanto acionistas. Não obstante o evidente caráter contratualista deste conceito, tal como previsto no art. 115 da Lei nº 6.404/76, este diploma também cuidou de tutelar interesses de terceiros, que podem ser atingidos pelas ações da companhia, em razão do seu

---

§3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo."

[242] *"... o controlador tem deveres para com a comunidade em que atua a empresa, e que ele comete abuso de poder se orienta a companhia para fim lesivo ao interesse nacional (art. 116, parágrafo único, e 117, § 1º, a). Ora, se a atividade econômica é nucleada sobretudo na empresa, privada ou estatal, não se pode deixar de reconhecer que o cumprimento dos deveres constitucionais assinalados só pode ser logicamente atribuído, no seio da empresa, a um sujeito pessoalmente responsável. Esse sujeito, como é óbvio, é o titular do comando empresarial, o empresário."* COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 116.

[243] Em contraponto à responsabilidade *interna corporis*, é importante ressaltar a existência também de responsabilidade *externa corporis* do acionista controlador (*i.e.* a responsabilidade deste perante terceiros), que geralmente se dá por meio da aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica.

caráter inegavelmente institucionalista (os chamados *stakeholders*). Assim, o art. 116, parágrafo único da Lei nº 6.404/76 prevê que o controlador deverá pautar suas ações não apenas em prol da realização do objeto e do objetivo da companhia, mas de forma a fazer esta atingir a sua função social, reconhecendo a existência de direitos e responsabilidades do controlador *"para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender"*[244].

Dessa forma, atos praticados pelo controlador[245] nos quais não se verifique o atingimento de tal finalidade e/ou que não se coadunem com a função social da companhia, poderão ser caracterizados como desvio de poder.

Em qualquer dos casos de abuso de poder, impõe-se ao controlador o dever de reparar os danos eventualmente causados, segundo os ditames da responsabilidade civil.

Com efeito, a Lei nº 6.404/76 estipula a sanção genérica de perdas e danos (art. 117), salvo na hipótese do art. 115, §4º, que possibilita a anulação de deliberação decorrente de voto conflitante com o interesse da companhia[246]).

A sanção compensatória é um dos traços marcantes do individualismo patrimonialista que domina a nossa organização jurídica. Nesse contexto, a legitimidade de agir existe apenas quando for possível provar o dano individual. Como a defesa do interesse geral costuma ser monopolizada pelo titular do poder de controle, a aplicação efetiva da sanção nesses casos resta muitas vezes prejudicada.

Em relação aos atos que envolvem fraude à lei (geralmente nos casos de desvio de poder), COMPARATO ressalta que a sanção adequada deveria ser a ineficácia e não a

---

[244] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflitos de interesses)*. 2. ed., rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2014. pp. 57-59.

[245] Vale lembrar que o exercício do poder de controle pode se dar tanto no âmbito das assembleias, por meio do exercício do voto pelo acionista controlador – hipótese em que poderão ser aplicadas sanções específicas (de forma isolada ou cumulada com reparação por perdas e danos, quando verificados) como as relacionados à invalidade do voto, com a consequente anulabilidade da deliberação assemblear (art. 115, § 4º) ; quanto no âmbito "extra-assemblear", ilustrado, por exemplo, por *induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal*.

[246] Art. 115, § 4º, da Lei nº 6.404/76 *"A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido."*

nulidade[247], dada a natureza da atividade societária, na qual se verifica uma grande variedade de atos praticados. Segundo o autor, seria recomendável poder declarar apenas determinados atos como ineficazes (a depender do caso concreto), evitando-se, assim, prejudicar as atividades da companhia como um todo[248].

A par da ineficácia dos atos abusivos, COMPARATO ressalta, ainda, a importância da aplicação de mecanismos jurídicos sancionatórios punitivos ou dissociativos para garantir a proteção aos acionistas não controladores como, por exemplo, a dissolução compulsória da companhia e a ação de cobrança de dividendos, nos casos em que, por exemplo, se retenha injustificadamente o pagamento destes aos acionistas[249].

Por fim, é importante lembrar que, como regra geral, a companhia não responde pelos atos da assembleia geral[250]. A lei atribui à assembleia competência tão somente deliberativa, restringindo aos diretores os poderes para representarem a companhia (art. 138, §1º da Lei nº 6.404/76[251])[252]. Tal regra não exclui, entretanto, a possibilidade de

---

[247] Art. 166, VI do Código Civil: *"É nulo o negócio jurídico quando: VI - tiver por objetivo fraudar lei imperativa."*

[248] *"Se se constitui sociedade por ações para elidir a aplicação de disposições sucessoriais ou a imposição fiscal da transferência de propriedade imobiliária* causa mortis*, por exemplo, essa companhia não é nula a todos os outros respeitos, notadamente quanto às suas relações contratuais com fornecedores, clientes ou empregados. O legislador não pode deixar de modular as sanções que comina, de acordo com a multiplicidade dos fatos típicos a sancionar. No caso, a ineficácia, que é sempre relativa a certos atos ou relações, parece-nos a única sanção adequada, dada a extrema variedade dos atos eventualmente praticados* in fraudem legi*"* COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 331.

[249] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. pp. 342-343.

[250] A respeito, segue ainda atual a lição de WALD, no sentido de que: *"inexiste qualquer norma que considere a empresa responsável pelas decisões da maioria dos seus acionistas. A própria lei das sociedades anônimas reconhece que é a Diretoria o órgão da Administração e Representação da Sociedade (...), estabelecendo os casos de responsabilidade dos diretores (...) e não havendo qualquer referência à responsabilidade da empresa por atos da assembleia."* WALD, Arnoldo. *Irresponsabilidade da sociedade anônima por decisões nulas ou abusivas da assembléia geral*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, nova série, v. XII, n. 12, 1973, pp. 11-18. p. 11.

[251] Art. 138 da Lei nº 6.404/76*. "A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores."*

[252] Há exceções legais em que a companhia pode ser representada pelo acionista com maior número de ações ou Conselho Fiscal. São as hipóteses previstas no art. 150,§ 2º da Lei nº 6.404/76 (que prevê que, *"no caso de vacância de todos os cargos da diretoria, se a companhia não tiver conselho de administração, compete ao conselho fiscal, se em funcionamento, ou a qualquer acionista, convocar a assembléia-geral, devendo o representante de maior número de ações praticar, até a realização da assembléia, os atos urgentes de administração da companhia"*) e art. 163, § 5º Lei nº 6.404/76 (que prevê que *"se a companhia não tiver auditores independentes, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria e fixar-lhes os honorários, dentro de níveis razoáveis, vigentes na praça e compatíveis com a dimensão econômica da companhia, os quais serão pagos por esta"*), respectivamente.

responsabilização da Diretoria pelo cumprimento de deliberação ilegal da assembleia geral[253].

[253] Nesse sentido, WALD cita o entendimento de Tullio Ascarelli no sentido de que *"a Diretoria é responsável quando aplica deliberação ilegal ou irregular da Assembleia Geral, considerando que, em tal hipótese, o terceiro prejudicado 'pode contar com a responsabilidade pessoal dos administradores que executaram uma deliberação ilegal' (Tulio Ascarelli, Sociedades y asociaciones comerciales, tradução em espanhol, Buenos Aires, Ediar S.A., 1947, pág. 322)."* WALD, Arnoldo. *Irresponsabilidade da sociedade anônima por decisões nulas ou abusivas da assembléia geral*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, nova série, v. XII, n. 12, 1973, pp. 11-18. p. 13.

C. Responsabilidade da companhia (inclusive pela divulgação de informações)

Há controvérsias acerca das hipóteses que ensejam a responsabilidade da companhia perante terceiros e respectivos titulares de valores mobiliários, principalmente tendo em vista que um ato ilícito da companhia será, na prática, decorrente de ato praticado pelos membros de seus órgãos.

Contudo, é sabido que na maioria dos casos a companhia é a única capaz de suportar eventuais ônus financeiros decorrentes da responsabilidade civil, tendo em vista que os administradores e controladores (quando existentes e/ou identificáveis) não teriam recursos para tanto.

O art. 158 da Lei nº 6.404/76 prevê que a companhia responderá exclusivamente pelos atos de regular gestão praticados por seus administradores. Nessa hipótese, se enquadram todos os atos ordinários necessários ao regular desenvolvimento das atividades da companhia, ainda que praticados com culpa ou dolo. Há uma certa "formalidade aparente do ato", tendo em vista que este foi praticado nos limites das atribuições conferidas pelo estatuto e pela lei aos administradores.

Conforme explicado, os administradores atuam enquanto órgãos da companhia, vinculando-a. Ainda que não seja possível afastar tal vinculação perante terceiros nos casos de dolo ou culpa dos administradores (hipótese em que o terceiro poderá ajuizar ação contra a companhia e o administrador), restará à companhia ação de regresso contra o administrador faltoso, tendo em vista a natureza do vínculo existente entre este e aquela[254].

De outro lado, a doutrina e a jurisprudência não são pacíficas acerca das hipóteses em que a companhia pode ser responsabilizada conjuntamente com o administrador por atos contrários à lei e/ou ao estatuto social.

---

[254] *"No caso em que o administrador contrai obrigações em virtude de ato de regular gestão, porém inspirado por culpa ou dolo, não há qualquer dúvida quanto à responsabilidade da companhia pelos prejuízos decorrentes de tais atos. Isto porque, conforme já mencionado, em tais circunstâncias o administrador age como órgão da companhia. Assim, a companhia, em tal caso, responde pelos danos causados, podendo o prejudicado propor ação solidariamente contra a empresa e o administrador. Se a ação for proposta apenas contra a companhia, terá ela posteriormente ação regressiva contra o administrador."* EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*. In: Revista dos Tribunais. São Paulo: RT, v.XXIII, n. 56, out.-dez., 1984, pp. 47 – 62, p. 55.

Quando o administrador viola a lei e/ou o estatuto, entende-se que ele está praticando atos fora de suas atribuições[255]. Nesses casos, a regra geral é que apenas o administrador responderá pelos danos, salvo quando houver motivos fortes o suficiente para justificar a responsabilização também da companhia – *e.g.* (a) a companhia for beneficiada pela violação; e/ou (b) a assembleia ratificar o ato praticado com violação; e/ou (c) o prejudicado for terceiro de boa-fé que não tinha ou, tomando-se como base os hábitos do homem comum, não poderia ter tido conhecimento da violação[256].

Dito isso, é importante lembrar que as obrigações de divulgação de informações de companhias abertas podem resultar em responsabilização nas esferas cível, penal e administrativa[257], sendo certo que, no caso concreto, tal responsabilização pode recair sobre diferentes sujeitos, a depender de sua participação na elaboração, divulgação ou verificação das informações em questão[258].

---

[255] O art. 1.015 do Código Civil disciplina tanto os atos praticados com excesso dos poderes outorgados no contrato ou estatutos ao administrador (§ único, incisos I e II), quanto os atos que extravasam o objeto social, denominados *ultra vires* (§ único, inciso III). Em que pese a Lei nº 6.404/76 não traga especificamente tais hipóteses para as sociedades anônimas, o mencionado art. 1.015 pode ser aplicado a tais sociedades por força do disposto no art. 1.089 do Código Civil, o qual prevê que a *"sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código"*.

[256] Sobre o tema: *"A segurança das relações jurídicas, no entanto, num universo econômico caracterizado pela rapidez dos negócios, trabalha no sentido de cada vez mais ampliar-se a responsabilidade das sociedades pelos atos de seus administradores: -- se os sócios os escolheram mal, é justo que sobre eles, e não sobre terceiros de boa-fé, que negociam com a sociedade, recaia a responsabilidade dos atos que tenham praticado. Desnecessário acentuar que, nesse caso, não se poderão incluir as fraudes que, em* consilium*, praticaram administradores e terceiros contra a sociedade (ou os sócios minoritários)."* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias.* Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed. 2017. pp. 880-881. p. 88. No mesmo sentido, o VISCONDE DE CAIRU, há duzentos anos já sustentava que *"A culpa ou dólo do Caixa* [o sócio administrador] *não prejudica aos terceiros, que com ele tratárão naquella qualidade, sendo em todo caso os sócios obrigados pelos tratos do dito, devendo imputar a si o terem escolhido, proposto, e authorizado tal pessôa"* LISBOA, José da Silva (Visconde de Cairu), *Princípios de Direito Mercantil e Leis de Marinha*, publicado entre 1798 e 1804, ed. de 1874, Typographia Academica, Rio, p. 501, n. 7. Segundo EIZIRIK, é possível afastar a boa-fé do terceiro, para fins de não responsabilizar a companhia pelo ato praticado pelo administrador, nos casos em que se provar que *"o terceiro contratante tinha conhecimento do estatuto ou que, face à sua atividade profissional, jamais teria assinado contrato semelhante sem o prévio exame do estatuto"*. EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*. In: Revista dos Tribunais. São Paulo: RT, v. XXIII, n. 56, out.-dez., 1984, pp. 47 – 62, p. 55.

[257] *"Na esfera administrativa, a divulgação de informação com falhas é considerada infração grave, sujeita às penalidades previstas no art. 11 da Lei 6.385/1976. No âmbito criminal, a divulgação de informação falsa configura crime contra a economia popular e contra o sistema financeiro nacional. Se as informações problemáticas forem divulgadas com o objetivo de manipulação de mercado, a prática também é considerada crime desde 2001. A CVM tem a obrigação de comunicar ao Ministério Público as condutas reputadas ilícitas sob o ponto de vista criminal."* PRADO, Viviane Muller. *Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 365-427. pp. 377-378.

[258] *"Se a oferta se der na oferta pública de valores mobiliários, é prevista a responsabilidade dos emissores, da instituição líder da oferta (underwriter) e dos seus administradores. Se o problema informacional estiver*

Em que pese a inexistência de disposição legal prevendo expressamente a responsabilidade cível da companhia nos casos de falha na divulgação de informações[259], entendemos que a responsabilização desta é possível, com fulcro no art. 927 do Código Civil[260], senão veja-se:

Em primeiro lugar, ressalve-se que a falha na divulgação de informação pela companhia (ato ilícito) deverá ser capaz de gerar danos aos investidores à luz da quebra de deveres legais e normativos[261], notadamente os impostos pela regulamentação da CVM.

---

nas demonstrações financeiras periódicas, além da companhia e seus administradores, os auditores são colocados como responsáveis pelos prejuízos causados em virtude de dolo ou culpa no exercício de suas funções. Se a falha estiver na divulgação de atos e fatos relevantes, a companhia, acionistas controladores e administradores – em especial o Diretor de Relações com Investidores – poderão ser responsabilizados." PRADO, Viviane Muller. *Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 365-427. pp. 376-377.

[259] Sobre o tema, COELHO esclarece que cabe *"considerar que a CVM, em diversas normas regulamentares, trata expressamente da responsabilidade da companhia emissora pelas informações prestadas ao mercado de capitais (por exemplo, na disciplina da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, contida na Instrução 400/2003). Estas disposições contribuem para a supressão da lacuna no direito positivo no sentido da existência de responsabilidade da companhia emissora, até mesmo porque sendo infralegais, não poderiam sequer veicular normas contrárias à lei."* COELHO, Fábio Ulhoa. *Parecer*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 174-202. p. 185.

[260] Art. 927 do Código Civil: *"Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem."* Sobre a aplicação deste artigo com a finalidade de responsabilizar as companhias emissoras por falhas na divulgação de informações, COELHO ensina que não obstante a *"lacuna da LSA, não se pode concluir que a companhia não tenha responsabilidade perante os seus acionistas, pelos danos advindos de prestação de informação falsa. Ao contrário, deve-se, em vista da regra geral da responsabilização civil, extrair a conclusão oposta, a da responsabilidade da emissora dos valores mobiliários pela qualidade, acuidade e veracidade das informações que ela presta ao mercado."* COELHO, Fábio Ulhoa. *Parecer*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 174-202. pp. 184-185.

[261] Para que seja cumprido o dever de divulgação, não basta apenas que determinada informação seja disponibilizada. Há determinados requisitos a serem observados. Nesse sentido: PRADO explica que *"além da obrigação de divulgação de informações ao mercado, não faltam adjetivos nas normas administrativas da CVM para qualificá-las: completa, ampla, precisa, atual, clara, objetiva, adequada, necessária, útil à avaliação, verdadeira e consistente. Há preocupação com a extensão, quantidade, veracidade e adequação de linguagem nas informações prestadas ao público."* PRADO, Viviane Muller. *Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 365-427. p. 376.

Dessa forma, a informação a ser disponibilizada tem que ser relevante no processo de avaliação dos valores mobiliários de emissão da companhia[262].

Verificadas a existência e ilicitude do ato, é necessário averiguar também se a falha na divulgação foi determinante para que os investidores optassem por negociar os respectivos valores mobiliários, bem como pela oscilação do valor de mercado desses e, em última instância, pelos prejuízos decorrentes[263].

Em relação à motivação para que os investidores comprem os títulos, apesar de se poder presumir a influência que o acesso a determinadas informações da companhia exerce quando da negociação das ações por aqueles, é sabido que diferentes motivações estão envolvidas em tais negociações[264].

Ao contrário do que acontece nos Estados Unidos da América, não há dispositivo que legitime a aplicação no direito brasileiro da presunção decorrente da *fraud-on-the-market theory*, de modo que se torna necessário o investidor individual comprovar (ainda

---

[262] *"Além de demonstrar a não veracidade de informação, omissão ou falhas informacionais, é preciso mostrar que a informação é relevante, isto é, capaz de ter impacto nas decisões de investimento ou na cotação dos valores mobiliários. Diante da grande quantidade de informações divulgadas ao mercado, em bases periódicas ou esporádicas, a relevância de determinada informação ou de um conjunto de informações dependerá da análise no caso concreto e da movimentação do mercado, de queda ou de alta, a partir da relação entre a informação e a movimentação do mercado."* PRADO, Viviane Muller. *Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 365-427. Pp. 395-396.

[263] Há também a dificuldade em se quantificar o montante a ser pago à titulo de indenização aos investidores lesados. ALONSO explica que: *"verifica-se, de igual sorte, grande dificuldade em se mensurar os efetivos prejuízos, haja vista, por exemplo, que as cotações nem sempre são influenciadas quando da divulgação de uma informação relevante, tratando-se de verdadeiro exercício de suposições. Existe, ademais, grande diferença entre pequenos e grandes investidores, não apenas quanto à capacidade econômica, mas também quanto ao acesso à informação e à motivação para a realização de negociações com valores mobiliários. São, pois, diversos os fatores que determinam a formação do preço dos valores mobiliários, havendo substancial dificuldade em se aferir concretamente quais os reais prejudicados e em qual monta."* ALONSO, Leonardo. *O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais*. Revista Brasileira de Ciências Criminais, vol. 82, jan./fev. 2010, pp. 129-164, p. 132. CARVALHOSA, por sua vez, menciona que é comumente utilizado nos Estados Unidos da América um método, baseado em cálculo econométrico, denominado *"event studies"*, o qual se destina a calcular o valor do efetivo prejuízo decorrente da falha na divulgação de informações sobre o valor de mercado dos valores mobiliários. Segundo o autor, tal método *"estabelece, primeiramente, o valor real e justo da ação ("True Value") e o período anterior ao evento danoso ("Clean Period"), a fim de definir um índice que reflita o valor real do título durante este período. A relação entre tal índice e a cotação efetiva das ações será usada no período em que a informação danosa afetou o mercado ("Affected Period"). Em seguida, deve-se calcular o prejuízo verificado em cada dia do Affected Period, consistente na diferença entre o preço observado efetivamente e o valor real da ação."* CARVALHOSA, Modesto. *Parecer Jurídico*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 25-47. p. 46.

[264] Pensando nessa deficiência, criou-se nos Estados Unidos da América a já mencionada teoria da *fraud-on-the-market*, segundo a qual se parte do pressuposto que a aquisição de valores mobiliários em um determinado período foi motivada por todas as informações divulgadas a época no mercado.

que tal prova seja de cunho subjetivo e dificilmente possa ser inequivocamente aferida no caso concreto) que negociou os títulos em razão da informação, cuja falha na divulgação se esteja discutindo.

Note-se que, considerando o rito da ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89, deverá haver primeiramente uma condenação genérica pelo ilícito praticado (envolvendo a comprovação do nexo causal entre falha na divulgação e oscilação do preço dos títulos[265]) para que, depois, cada investidor possa demonstrar individualmente, na fase de liquidação de sentença, não apenas que a falha na divulgação de informação foi determinante para motivá-lo a negociar com os títulos, mas também a ocorrência e extensão dos danos a ele imputados.

No que se refere à possibilidade de se responsabilizar a companhia, nos parece que, a depender do caso concreto, a falha na divulgação de informações ou omissão pode ser caracterizada como um ato de regular gestão ou como um ato contrário à lei e/ou ao estatuto social. Com efeito, ao não divulgar, sem justificativa para tanto[266], determinada informação

---

[265] Ao analisar o caso específico da Petrobras, CARVALHOSA entendeu que o nexo de causalidade estaria verificado ao afirmar que: *"No caso presente, não resta dúvida de que a grave queda na cotação das ações da Petrobras foi uma consequência natural, previsível, provável e necessária da omissão de fatos relevantes e a prestação de informações não fidedignas. Portanto, o prejuízo decorrente de tal ato ilícito deve ser considerado como um dano direto e imediato, o que concretiza o nexo causal entre tal dano e o ato que o causou."* CARVALHOSA, Modesto. *Parecer Jurídico*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 25-47. p. 44.

[266] O legislador preocupou-se em ressalvar a possibilidade de não divulgação de determinada informação, caso esta impacte de forma negativa a companhia. Nessa hipótese, muito se discute sobre qual princípio deveria prevalecer (o da ampla divulgação em prol dos investidores ou o do resguardo da companhia). De qualquer forma, é importante esclarecer que, mesmo que se opte por resguardar a companhia, a responsabilização desta é possível, na medida em que a não divulgação, apesar de ser uma faculdade legalmente concedida, trata-se de risco assumido pela companhia, sem condão de ilidir eventuais prejuízos dele decorrentes. Ademais, conforme aponta EIZIRIK, é possível nesses casos se afastar a responsabilidade do administrador (que optou pela não divulgação) caso se comprove a inexistência de dolo ou culpa deste, nos termos do art. 158, II da Lei nº 6.404/76: *"o* disclosure *(divulgação de informações), embora constituindo elemento essencial no modelo de regulação do mercado de capitais, não é um princípio absoluto, que não comporte eventuais exceções. Assim, em determinadas circunstâncias, o administrador de companhia aberta, ambivalente entre o cumprimento do dever de informar e o de guardar sigilo, por estar envolvido um interesse legítimo da companhia (art. 157, § 5º), pode optar pela segunda alternativa. Mesmo que a CVM venha a responsabilizá-lo administrativamente, tal não importa necessariamente na sua responsabilidade civil, posto que o juiz pode concluir que, dado o interesse da companhia, o sigilo (e não o* disclosure*) atenderia melhor aos padrões de cuidado e diligência, estando ausente portanto a sua culpa."* EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*. In: Revista dos Tribunais. São Paulo: RT, v.XXIII, n. 56, out.-dez., 1984, pp. 47 – 62, p. 54.

tida como relevante para a companhia, o administrador claramente age de forma contrária à lei[267].

De outro lado, caso haja a divulgação incompleta ou errônea de determinada informação, pode-se configurar ato de regular gestão praticado com culpa/dolo (a depender do caso).

Fato é que, em qualquer um dos casos, parece não haver dúvidas de que a companhia se beneficiou, ainda que mediatamente, da violação, uma vez que lhe foi permitido captar recursos em apelo à poupança popular (que costuma ser mais interessante para as companhias que as opções de financiamento bancário).

Ademais, é inequívoco que os investidores não poderiam ter tido conhecimento da irregularidade da divulgação realizada ou omitida, uma vez que possuem a legítima expectativa do cumprimento dos deveres de divulgação previstos em lei, em prol de um funcionamento eficiente do mercado de capitais.

Dessa forma, independentemente das nuances do caso concreto, entendemos que a companhia também deverá responder pelos danos diretos causados aos investidores, em razão dos prejuízos decorrentes da falha na divulgação de informações, após preenchidos os requisitos para a responsabilização civil, conforme indicados acima[268].

---

[267] Note-se que a obrigação de divulgação de informações é primordialmente destinada à companhia. Com efeito, a Instrução CVM 358/07 determina a obrigação das companhias de divulgarem imediatamente ao mercado qualquer informação tida como relevante, entendida como *"qualquer ato ou fato que possa influir (i) na cotação dos valores mobiliários (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia"* (Conforme apontado por Norma Parente, quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM 06/2003). A Lei nº 6.404/76, por sua vez, busca proteger tal princípio em outros dispositivos, como, por exemplo, os arts. 157, 116-A, 133, 224 e 225. Tal instrução obriga as companhias a divulgarem também atos ou fatos "potencialmente relevantes", de modo que se tem uma obrigação de divulgação no mercado de capitais brasileiro muito abrangente. Coexiste também a obrigação dos administradores de divulgar informações referentes à companhia, especialmente o diretor de relações com investidores, nos termos do art. 2º da ICVM 31/84. Nesse sentido, lembra NAJJARIAN que "*o diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários"*, ressalvando que *"a responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor por eventual violação das normas legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários."* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Comentários ao tratamento jurídico conferido aos investidores no mercado financeiro e de capitais enquanto consumidores de produtos e serviços*: aspectos do regime do direito do consumidor aplicáveis aos mercados financeiro e de capitais no direito brasileiro. Revista luso-brasileira de direito do consumo, v. 5, n. 17, mar. 2015, pp. 231-255, p. 252.

[268] Nessa linha, CARVALHOSA entende que é *"objetiva a responsabilidade da companhia aberta por falta de informação fidedigna, causando danos aos investidores de mercado e, assim, à economia popular.*

Frise-se que os danos causados aos investidores pela falha na divulgação das informações são inequivocamente diretos, tendo em vista que o prejuízo decorre da oscilação irreal do preço do valor mobiliário, que, por sua vez, resulta da falha na divulgação da informação. Não se está, assim, a analisar as causas ensejadoras da falha na divulgação, tampouco se o fato objeto da divulgação em questão está relacionado a qualquer diminuição no patrimônio da companhia, mas tão somente os reflexos que a não divulgação/divulgação errônea surtiu na cotação dos títulos no mercado[269].

Conforme demonstrado, o dever de divulgar a informação também é, em última análise, da companhia. O art. 1º, inciso III da Lei nº 7.913/89 trata do dano causado diretamente ao investidor e não à companhia (mesmo nos casos em que a informação esteja relacionada a um fato que tenha ensejado também a diminuição do patrimônio da companhia). Dessa forma, é automaticamente imputada à companhia a ação do administrador, sendo certo que, mesmo nos casos em que seja possível ação de regresso contra este, os atos deste continuarão vinculando a companhia.

Em um sistema baseado na divulgação de informações como o nosso, não se reprime a realização de um mau negócio envolvendo a compra ou venda do valor mobiliário. Procura-se tão somente assegurar a ampla divulgação sobre as informações relacionadas às companhias emissoras, para que, assim, os investidores tenham acesso a todas as informações necessárias para avaliar as operações. Como decorrência, não é razoável se

---

Ocorrendo o dano, ele deve ser ressarcido, independentemente da verificação da culpa ou do dolo do agente que elaborou ou enviou as demonstrações financeiras para publicação, uma vez que tal omissão e/ou fornecimento de informação falsa e incompleta é sempre ilícita, em violação às leis que regulam o mercado de capitais.". Prossegue o autor explicando, que no caso da Petrobrás, *"o ato ilícito imputado à Petrobras é um ato de gestão ordinária praticado por seus administradores, sendo irrelevante se estes o praticaram com dolo, culpa, ou contrariamente à Lei ou ao estatuto social. Ora, a obrigação legal de publicação de demonstrações financeiras verdadeiras e completas é um dever indelegável da diretoria, enquanto órgão da companhia. É um ato* intra vires *típico, que, inclusive, independe de autorização dos acionistas. É incontroverso que o administrador, ao elaborar e divulgar as contas da administração e as demonstrações financeiras, pratica um ato de gestão ordinária imputável à própria companhia. Não houve a prática de ato extraordinário alheio à função de diretor ou que precisasse ter sido autorizado por outro órgão da sociedade."* CARVALHOSA, Modesto. *Parecer Jurídico*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 25-47. p. 32.

[269] *"O prejuízo individual arcado pelos Consulentes decorre da relação entre a falta de informação fidedigna e a queda no valor de cotação das ações de sua titularidade. Não há, como referido, nenhuma relação necessária entre tal fato e a diminuição do patrimônio líquido da Petrobras. Assim como não existe relação obrigatória entre a diminuição do* market value *das ações e a eventual redução ou aumento do patrimônio líquido desta companhia estatal."* CARVALHOSA, Modesto. *Parecer Jurídico*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 25-47. p. 41.

sustentar que em tal sistema, no qual companhia – que é objeto e (em última instância) beneficiária da divulgação – seja considerada apenas como uma vítima de uma omissão ou falsa divulgação sobre ela mesma, sem qualquer responsabilidade perante terceiros[270].

[270] Nesse sentido, também é o entendimento de COELHO, no sentido de que a empresa corrompida, ainda que seja vítima, não terá nenhuma exclusão ou mitigação de responsabilidade, uma vez que a *"lei conhece várias hipóteses em que a vítima de certo dano tem a responsabilidade de indenizar outras vítimas e, depois, o direito de buscar em regresso o ressarcimento do agente causador. Na Constituição Federal, para ficarmos num exemplo bastante significativo, o art. 37. §6º, estabelece que o Estado responde objetivamente pelos danos causados a terceiro por um seu funcionário, mas pode depois regredir contra este, em caso de dolo ou culpa. Se o motorista de veículo oficial causa culposamente um acidente de trânsito, provocando danos tanto no bem público como no de um particular, veem-se duas vítimas neste cenário, sendo o Estado uma delas. Da circunstância de se ter sofrido um dano indenizável e ser, neste sentido, uma vítima, o Estado não pode, contudo, pretender-se irresponsável perante a outra vítima, o particular."* COELHO, Fábio Ulhoa. *Parecer*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 174-202. pp. 179-180.

D. Ações de responsabilidade civil sob a ótica societária

Em que pese o objeto primordial de análise desta dissertação seja a ação coletiva prevista na Lei nº 7.913/89, cabem, para uma completa análise do instituto, algumas considerações sobre as ações específicas previstas na legislação para a responsabilização civil no âmbito das companhias.

D.1. *Danos causados à companhia*

Conforme demonstrado, a Lei nº 6.404/76 prevê a responsabilidade do acionista controlador e do administrador por indenizar e/ou ressarcir a companhia pelos prejuízos a ela causados.

A obrigação de indenização prevista no art. 159 da Lei das S.A. pressupõe a ocorrência de um dano ao patrimônio da companhia causado pelo administrador, ao passo que a obrigação de indenização prevista no art. 246 da Lei das S.A. abrange a reparação a danos, genericamente considerados, causados à companhia pela sociedade controladora[271].

Em relação aos danos causados pelos administradores à companhia[272], o art. 159 prevê a legitimação ordinária da companhia para ajuizar ação ressarcitória, cuja propositura dependerá de aprovação em assembleia geral. Trata-se da ação chamada *"uti universi"*.

Não está excluída, entretanto, a possibilidade de o acionista ajuizar ação *"ut singuli"* na condição de substituto processual da companhia[273]. Nesses casos, a ação é

---

[271] Ainda que o artigo fale da responsabilidade da sociedade controladora, grande parte da doutrina entende que esta previsão deve ser interpretada de forma a abranger o ato praticado por qualquer controlador, seja pessoa natural, seja outra entidade que não uma sociedade. Nesse sentido, EIZIRIK ensina que *"A medida reparatória prevista no artigo 246, embora regulada como uma ação a ser proposta por acionistas da sociedade controlada contra a sociedade controladora, pode ser ajuizada contra qualquer controlador, seja este uma sociedade, um acionista individual ou um grupo de acionistas."* EIZIRIK, Nelson. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102. pp. 96-97.

[272] É importante lembrar que, conforme demonstrado, os administradores somente poderão ser responsabilizados nos casos em que, dentro de suas atribuições, pratiquem atos com culpa ou dolo ou violem a lei e/ou o estatuto social da companhia.

[273] As hipóteses que ensejam a propositura de ação *ut singuli* por acionistas por atos praticados por administradores estão previstas no art. 159, §3º e §4º da Lei nº 6.404/76.
LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias.* Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed. 2017. pp. 908-910.

basicamente a mesma, havendo tão somente uma mudança da titularidade da iniciativa processual[274].

Como nos casos de abuso pelo controlador, este certamente não aprovará a propositura de ação de responsabilidade da companhia contra ele próprio, a Lei nº 6.404/76, em seu art. 246, previu hipóteses de legitimação extraordinária para os demais acionistas, que, também como substitutos processuais da companhia, poderão ajuizar ação contra o controlador com o objetivo de ver a companhia ressarcida[275].

Ressalte-se que, em todas as ações acima referidas, o beneficiário da indenização será sempre a companhia[276].

Presume-se que, sendo a companhia ressarcida pelo dano direto que lhe foi causado, serão os acionistas restituídos, ainda que de forma indireta, por meio da valorização de suas ações decorrente da recomposição do patrimônio da companhia[277].

Em outras palavras, do dano direto imputado à companhia decorreria o dano indireto ao acionista, sendo este desdobramento daquele[278].

---

[274] Nesse sentido é a posição de EIZIRIK, que alega haver uma *"identidade substancial entre a ação social* ut universi *e a ação social* ut singuli*, posto que são as mesmas partes, a causa de pedir e o pedido"* EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*. In: Revista dos Tribunais. São Paulo: RT, v.XXIII, n. 56, out.-dez., 1984, pp. 47 – 62, p. 57.

[275] *"Quando a ação é movida por acionistas representando mais de 5% do capital, não há necessidade de caução, tendo em vista que se presume o legítimo interesse dos autores, dada a sua participação acionária relativamente expressiva. Na hipótese de percentual inferior a 5%, exige-se a caução como meio de desestimular lides temerárias, cujo valor será fixado pelo juiz."* EIZIRIK, Nelson. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102. p. 96.

[276] Ao se referir à ação de responsabilidade prevista no art. 246, EIZIRIK esclarece que esta *"objetiva a restauração do patrimônio da companhia lesada pela atuação de seu controlador"*. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 369.

[277] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias.* Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed. 2017. pp. 908-910.

[278] Tal inferência decorre do direito atribuído aos acionistas de participar nos lucros e no acervo da sociedade em caso de liquidação. Nesse sentido: *"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 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."* LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A.:*

Dessa forma, para que seja configurado um dano direto ao acionista[279], é necessário que este (i) não afete o patrimônio da companhia, mas tão somente o patrimônio do acionista ou uma dada coletividade de acionistas; ou (ii) afete os patrimônios tanto da companhia quanto do acionista, caso em que cada um poderá propor ação para obter a indenização que lhe cabe, uma vez que a propositura de uma ação não exclui a propositura da outra[280].

No âmbito da aplicação da Lei nº 7.913/89, BRUSCATO ressalva que para a correta aplicação do diploma, faz-se necessário *"expor de maneira clara o prejuízo diretamente sofrido pelos investidores, já que os prejuízos indiretos não são tutelados"*[281].

Em que pese o referido autor afirme que, no âmbito da ação civil pública, sejam indenizáveis apenas os danos diretos causados aos investidores, a questão não é tão simples quanto parece, uma vez que não são raros os casos em que o mesmo fato enseja tanto danos diretos quanto danos indiretos, a depender da ótica que se está a analisar.

Com efeito, há casos em que a desvalorização de determinado valor mobiliário é verificada sem que haja propriamente um prejuízo ao patrimônio da companhia ou até mesmo sem que tal desvalorização seja exclusivamente decorrente de um prejuízo ao

---

(pressupostos, elaboração, aplicação). Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. II, pp. 406-407.

[279] Alguns exemplos de danos diretos sofridos pelos acionistas "*(a) o de impedir o acionista de exercer direito de preferência ou de participar da Assembléia Geral; (b) a divulgação de informações falsas em demonstrações financeiras, ou relatórios, que levem o acionista a subscrever ações em aumento de capital por valor superior ao que pagaria se não fosse induzido a erro por essas informações; (c) a inobservância do disposto no § 3o do art. 124 da lei sobre convocação de assembléias gerais em companhias fechadas; (d) a inobservância do prazo legal de convocação da Assembléia Geral Ordinária etc. Há atos que, por sua natureza, podem causar prejuízos tanto ao patrimônio da companhia quanto aos de seus acionistas. O exemplo mais citado pela doutrina é a distribuição de dividendos com base em lucros fictícios, de que resulta prejuízo para o patrimônio da companhia: se, em virtude da aparência de prosperidade social que decorre da distribuição desses dividendos o acionista é induzido a adquirir novas ações em aumento de capital, pode sofrer prejuízo distinto do suportado pela sociedade"* LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. II, p. 406.

[280] *"A distinção entre o objeto da ação social e da ação individual é extremamente tênue. Há 3 (três) critérios para distingui-las: (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 artigo 126."* EIZIRIK, Nelson. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102. pp. 94-95.

[281] BRUSCATO, Wilges. *A Proteção Judicial aos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, ano XLIV, v. 138, p. 35-52, São Paulo, abr.-jun. 2005. p. 41.

referido patrimônio. É o que ocorre, por exemplo, em razão de divulgação de informação falsa que, por alguma falha, reflete cenário econômico da emissora pior que o real.

A Lei nº 6.404/76 impediu que os danos indiretos aos acionistas fossem ressarcidos, sob a premissa de que tais danos decorreriam de atos específicos dos administradores e/ou controladores que causassem um determinado prejuízo para a companhia (afetando, desse modo, o seu patrimônio, que é a garantia direta dos credores).

A Lei nº 7.913/89, por sua vez, ao prever a responsabilização em decorrência de falha ou omissão na divulgação de informações das companhias, certamente visa tutelar o dano causado ao investidor em decorrência da desvalorização de seu título, independentemente da verificação ou não de prejuízo para a companhia. Assim, tal dano, ainda que esteja atrelado a algum fato que também tenha ensejado a diminuição do patrimônio da companhia, é decorrente de uma falha no dever de divulgação de informações, que causa diretamente um dano aos negociantes de valores mobiliários, que se viram privados das informações indispensáveis para avaliar de forma adequada e eficiente as operações realizadas.

D.2. *Danos diretos causados a acionistas e danos causados a terceiros*

O fundamento legal para o ressarcimento dos titulares de valores mobiliários de emissão da companhia contra danos diretos causados em razão de práticas dos seus administradores encontra-se no §7º, do art. 159 da Lei nº 6.404/76, o qual prevê que *"a ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador"*.

No que se refere à responsabilidade do acionista controlador, esta é, a princípio, a mesma que a dos demais acionistas, ou seja, *"limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas"*, nos termos do art. 1º da Lei nº 6.404/76[282].

[282] A respeito, é sempre válida a lição de COMPARATO, acerca da evolução dos princípios do direito societário *"O direito societário tradicional fundava-se no princípio da correspondência entre poder de gestão e responsabilidade, no seio da sociedade:* keine Herrschaft ohne Haftung*, segundo a fórmula cunhada pela doutrina germânica. (...) O direito acionário veio substancialmente alterar o princípio. (...) Em segundo lugar ao fixar o princípio da irresponsabilidade do acionista pelas dívidas da companhia. O que nas sociedades mercantis tradicionais constituía, destarte, uma responsabilidade do sócio, correspondente ao seu poder de gestão, na sociedade anônima transformou-se em simples risco sobre o montante do investimento acionário. Quem investe mais arrisca mais, porém não responde, em hipótese alguma, pelas dívidas sociais. O grande acionista tem maior poder decisório em assembleia, de acordo com o princípio capitalista da equivalência entre voto e quota de capital. Mas esse poder decisório, que pode ser soberano, quando o acionista é titular do controle, não acarreta, nunca, a supressão da rígida separação entre o seu patrimônio pessoal e o da companhia."* COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 371.

Entretanto, dada a influência determinante do acionista controlador nas atividades da companhia, que, muitas vezes, está dissociada até mesmo da administração desta, o legislador reconheceu a necessidade de se responsabilizar o controlador pelos atos abusivos praticados que prejudiquem não apenas a companhia, mas também terceiros[283].

Assim, o princípio da separação patrimonial entre acionista e companhia pode ser afastado em determinados casos excepcionais, nos quais se verifique a deturpação do instituto e a sua utilização para burlar direitos, principalmente de terceiros.

Nesse passo, cabe lembrar que a teoria da desconsideração da personalidade jurídica possibilita tanto a responsabilidade pessoal do controlador por dívidas da sociedade[284], quanto a responsabilização da própria sociedade pelos atos do controlador[285].

---

[283] Conforme bem aponta COMPARATO: *"a antiga vinculação entre responsabilidade e poder de gestão transmudou-se numa relação entre responsabilidade e poder de controle."* COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 374.

[284] Nesses casos, COMPARATO lembra que a *"confusão patrimonial entre controlador e sociedade controlada é, portanto, o critério fundamental para a desconsideração da personalidade jurídica* externa corporis*. E compreende-se facilmente, que assim seja, pois, em matéria empresarial, a pessoa jurídica nada mais é do que uma técnica de separação patrimonial. Se o controlador, que é o maior interessado na manutenção desse princípio, descumpre-o na prática, não se vê bem porque os juízes haveriam de respeitá-lo, transformando-o, destarte, numa regra puramente unilateral."* COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 388.

[285] Sobre o tema, COMPARATO esclarece que *"em matéria de grupo econômico, igualmente, a jurisprudência de alguns países admite a extensão da responsabilidade da sociedade controlada à holding, e vice-versa, invocando a confusão de patrimônios"*. Esclarece o autor que a *"confusão patrimonial, em maior ou menor grau, é inerente a todo grupo econômico. O interesse individual de uma sociedade é sempre subordinado ao interesse geral do complexo de empresas agrupadas. Com isto, são praticamente inevitáveis as transferências de ativo de uma sociedade a outra, ou uma distribuição proporcional de custos e prejuízos entre elas. O dilema do direito tradicional é, pois, muito claro: ou se aplicam, rigidamente, as normas editadas para o funcionamento de uma sociedade isolada, tornando ilegal e abusiva essa confusão patrimonial, e condenando, portanto, o grupo econômico a uma vida à margem da ordem jurídica; ou, ao contrário, suspende-se, completamente, a aplicação dessas normas, e, em consequência, os interesses, tanto dos não controladores quanto dos terceiros credores, ficam ao desamparo"*. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. pp. 427-429.

5. A CVM e a Lei nº 7.913/89

Dentre as atribuições da CVM no âmbito da Lei nº 7.913/89, está expressa no art. 1º, a possibilidade de a autarquia requerer que o Ministério Público ajuíze ação civil pública.

Tal previsão coaduna-se com o disposto no art. 12 da Lei nº 6.385/76 que prevê que *"quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal"*.

Da mesma forma, caso a CVM, no exercício de sua atribuição fiscalizatória do mercado de capitais, apure em processo administrativo (ou na fase de inquérito) a ocorrência de evento que enseje a propositura de ação civil pública nos termos da Lei nº 7.913/89, deverá noticiar o Ministério Público para que tome as providencias cabíveis.

Note-se que o processo administrativo a ser conduzido pela CVM poderá ser de grande valia para o Ministério Público em eventual ação civil pública relacionada aos danos apurados. Considerando que a LACP atribui ao Ministério Público competência para a condução de inquérito preparatório ao ajuizamento da ação civil pública, a cooperação entre os dois órgãos (Ministério Público e CVM) por meio de tais institutos será bastante válida - principalmente em razão da já mencionada maior especialização da CVM no que se refere à matéria em pauta.

É possível também que a CVM figure na ação civil pública como terceiro interveniente na forma de *amicus curiae*, de sorte a auxiliar o juiz a *"obter informação de que necessite para proferir uma decisão apropriada ou para impelir um resultado particular no interesse público ou um interesse privado de terceiros (de partes terceiras) que seria afetado pela decisão (solução ou resolução) da disputa"*[286].

Discute-se, nesse sentido, se seria necessário intimar a CVM, na forma do disposto no art. 31 da Lei nº 6.385/76[287], para, querendo, intervir na ação, na forma de *amicus curiae*.

---

[286] GIFIS, Steven II. *Law dictionary*. 3. ed. New York: Barron's, 1991. Citado por Carlos Fernando Mathias de Souza. "O amicus curiae no ordenamento positivo brasileiro". Correio Braziliense, 18.03.2002.

[287] *"Nos termos do art. 31, da Lei 6.385, atua a Comissão de Valores CVM, como* amicus curiae*, na medida em que interpreta os fatos do Mercado de Capitais para o Poder Judiciário. (...) O crescente intercâmbio das relações econômico-financeiras no Mercado de Capitais traz a necessidade prática da confiança nas aparências. Na expressão de Luigi Pirandelo, o interesse pode nascer da contradição entre as aparências e a realidade. Essa ânsia e dificuldade pirandeliana em tomar consciência da realidade e fixá-la numa forma real está bem simbolizada nas aracnídeas urdiduras do Mercado de Capitais. Existem os juízos que a CVM vem*

Tal intimação, segundo TOLEDO, seria desnecessária, tendo em vista que a Lei nº 7.913/89, dispondo especificamente sobre o tema, foi silente sobre o ponto[288]. Segundo o autor, a CVM, ainda que não seja intimada, poderá intervir no processo a tal título, em razão do disposto no referido art. 31 da Lei nº 6.385/76[289].

Contudo, considerando que a tutela dos investidores no âmbito do mercado de capitais é matéria de atribuição da CVM, entendemos ser obrigatória a intimação desta para, querendo, intervir na ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89, nos termos da Lei nº 6.385/76.

Paralelamente a tais atribuições, há quem defenda a possibilidade de a própria CVM ajuizar a ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89. Tal entendimento é baseado na corrente, já mencionada, que entende ser aplicável o rol de legitimados do art. 5º (especificamente o inciso IV) da LACP também à Lei nº 7.913/89[290].

---

formando na observação do que comumente acontece no multifário Mercado de Capitais, que tem natureza proteiforme. Não é fácil entender o mecanismo do Mercado de Capitais. São frequentes os ligeiros artifícios, visando a resultado rendoso e muito se implica na investigação retrospectiva dos fatos. (...) O juiz, pela própria natureza de sua formação profissional, não está em condições de resolver todos os problemas que se apresentam à sua apreciação. Depende, portanto, dos esclarecimentos que lhe são fornecidos pelos técnicos da CVM. Assim, a Comissão de Valores Mobiliários deverá traduzir para o juiz aquelas impressões e conclusões que colheram no exame dos fatos do processo, tornando acessível ao conhecimento do magistrado aquilo que normalmente ele não poderia conseguir sozinho, ou somente o conseguiria após um ingente esforço." TAVARES, Osvaldo Hamílton Tavares. *A CVM como "amicus curiae"*, Revista dos Tribunais, ano 82, v. 690, abril 1993, p. 286-287).

[288] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89* – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, ano XXIX, v. 80, São Paulo, out.-dez. 1990, pp. 138-148.

[289] *"Art. 31 - Nos processos judiciários que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação. § 1º - A intimação far-se-á, logo após a contestação, por mandado ou por carta com aviso de recebimento, conforme a Comissão tenha, ou não, sede ou representação na comarca em que tenha sido proposta a ação. § 2º - Se a Comissão oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, será intimada de todos os atos processuais subseqüentes, pelo jornal oficial que publica expedientes forense ou por carta com aviso de recebimento, nos termos do parágrafo anterior. § 3º - A comissão é atribuída legitimidade para interpor recursos, quando as partes não o fizeram. § 4º - O prazo para os efeitos do parágrafo anterior começará a correr, independentemente de nova intimação, no dia imediato aquele em que findar o das partes."*

[290] Corroborando tal entendimento, GRINOVER sustenta que *"a doutrina entende que a legitimação mais ampla da Lei n. 7.347/85 aplica-se à Lei n. 7.913/89, quer porque o próprio art. 3º da Lei n. 7.913/89 expressamente se refere à aplicação, no que couber, da lei genérica: 'À ação de que trata esta lei aplica-se, no que couber, o disposto na Lei n. 7.347, de 24 de julho de 1985. (...) No mesmo sentido é a lição de Ricardo de Barros Leonel, para quem: 'Quanto à legitimação, a impressão inicial é de que o legislador conferiu a possibilidade de atuação em juízo somente ao Ministério Público, pois só a ele o texto faz menção. Entretanto, em outro dispositivo o diploma determina a aplicação aos casos nela versados das normas previstas na Lei da Ação Civil Pública. Assim, dentro da integração das vias de tutela dos interesses supraindividuais, e com a expressa previsão legal, os legitimados da Lei 7.347/85 são habilitados a postular em juízo os interesses metaindividuais dos investidores do mercado de valores mobiliários'."*. GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários: questões processuais*. In: GRINOVER, Ada Pellegrini; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.).

Por fim, discute-se sobre a possibilidade de, a depender das peculiaridades do caso concreto, se responsabilizar a CVM no âmbito de tais ações civis públicas, por quebra no seu papel fiscalizador previsto na Lei nº 6.385/76.

Segundo o art. 8º, incisos III e V da Lei nº 6.385/76, cabe especificamente à CVM o dever de fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, notadamente as companhias abertas, inclusive no que diz respeito às informações por elas divulgadas, verificando a sua exatidão, completude e tempestividade.

Para o cumprimento de tal finalidade, a Lei nº 6.385/76 atribuiu à CVM diversos mecanismos para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários. O seu art. 9º, V, confere à CVM, inclusive, poderes para *"apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado"*, podendo esta imprimir aos violadores as sanções previstas no art. 11 do mesmo diploma legal.

Como decorrência, poder-se-ia inferir que eventual falha pela CVM na sua atribuição fiscalizatória ensejaria a responsabilização perante os investidores.

Com esse entendimento, TOLEDO afirma que, a partir da edição da Lei nº 7.913/89, o descumprimento dos deveres fiscalizatórios pela CVM gera a obrigação de reparar os danos causados a todos os investidores, o que constituirá uma sanção bastante eficaz se colocada em prática[291].

Processo coletivo: do surgimento à atualidade, v.1, 1a ed. São Paulo, 2014, pp. 1161-1186, p. 1177. Em sentido contrário, CÂNDIA sustenta que "*não deve ser aceita a legitimidade coletiva ativa da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, haja vista que as autarquias não estão expressamente previstas no microssistema da Lei 7.913/1989 e não possuem esta legitimidade respaldada na Constituição de 1988.*" CÂNDIA, Eduardo. *Tutela jurisdicional coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: quem são os colegitimados ativos para a ação civil pública? Revista de direito bancário e do mercado de capitais, v. 14, n. 52, abr./jun. 2011, pp. 77-125, p.101.

[291] *"Cumpre notar que evitar ou coibir essas manipulações ou fraudes, bem como assegurar a observância de práticas comerciais equitativas, fazem parte dos objetivos do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários (cf. art. 4º, V e VII, da Lei 6.385/76), correspondendo, por outro lado, a deveres impostos aos agentes desse mercado. O descumprimento desses deveres gera, a partir da edição da Lei 7.913/89, a obrigação de reparar os danos ocasionados aos investidores em geral, funcionando, pois, também, como sanção, que será certamente eficaz, se posta efetivamente em prática."* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89* – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, ano XXIX, v. 80, São Paulo, out.-dez. 1990, pp. 138-148, p. 143.

Tal discussão foi analisada quando do julgamento da ação civil pública n. 0005926-19.2013.403.6100[292] proposta pela Associação Brasileira dos Investidores no Mercado de Capitais em desfavor de diversas entidades, dentre elas, a CVM.

Por meio de tal ação, a autora visava a declaração de nulidade do ato constitutivo da Laep Investments Ltd, sob o fundamento de que teria havido suposta fraude à lei perpetrada por esta, na medida em que, dentre outras, teria sido constituída no exterior com o escopo de fugir à aplicação da jurisdição brasileira.

Requereu a autora, ainda, a condenação das rés solidariamente ao pagamento de indenização por danos materiais e morais causados aos investidores por ela representados, alegando que deveria ser imputada responsabilidade à CVM *"por não ter exercido a devida e adequada fiscalização no caso, na medida em que permitiu àquela empresa, LAEP, a prática de atividades prejudiciais aos investidores e ao mercado"*[293].

Em relação ao pleito formulado em desfavor da CVM, a ação foi extinta sem julgamento de mérito, por ilegitimidade passiva. Entendeu o magistrado que,

> *"quanto à CVM, o processamento da presente ação resvala na inexistência, igualmente, de uma causa de pedir que propicie sua ligação subjetiva com o pedido almejado na ação. Argumenta, a Autora, que a CVM ignorou por longos meses, quiçá anos, o potencial ofensivo de uma emissora* offshore*. Veja-se, neste ponto, que a falta de objetividade da tese autoral acaba por formatar a invalidade da ação, na medida em que relata um complexo quadro fático sem viabilizar às partes e ao Juízo uma subsunção normativa razoável. Digo, assim, que a inafastabilidade da jurisdição, conquanto garantia constitucionalmente assegurada, não dispensa dos jurisdicionados o claro atendimento das condições da ação".*

[292] Expediente Nº 9287. Diário Eletrônico da Justiça Federal da 3ª Região. Data de Divulgação: 15/01/2014. pp.102 a 106.
[293] Como o processo correu em segredo de justiça, não foi possível obter cópia dos autos para se analisar a fundo os argumentos utilizados pela autora na tentativa de responsabilizar a CVM por falha no poder fiscalizatório.

Ainda que se possa admitir, de forma genérica, a responsabilidade da CVM por determinada falha na fiscalização, infere-se do julgamento acima ser imprescindível, no caso prático, comprovar com elementos objetivos a efetiva falha cometida pela autarquia.

De fato, é necessário se estabelecer um nexo causal fático forte o suficiente para demonstrar que a autarquia adotou uma postura passiva[294], omitindo-se claramente do seu dever de fiscalização, quando havia fortes indícios que justificassem a sua atuação[295].

---

[294] Nesse sentido: *"Embora a CVM não seja garantidora da lucratividade dos investimentos, ela, por ter o dever de fiscalizar a legitimidade da emissão (portanto, a omissão de informação após a captação de recursos já não pode ser imputada à CVM), poderá responder caso falhe em sua missão de exigir do emissor que preste todas as informações necessárias à tomada de decisão do investidor. Casuisticamente é que se poderá identificar ou não a omissão da CVM. A responsabilidade da CVM é de caráter administrativo; é a chamada responsabilidade do Estado por omissão, que ostenta natureza subjetiva, segundo a doutrina preponderante e a jurisprudência. Exige-se nexo causal para a responsabilização, e ele consiste em identificar a possibilidade de a autarquia exigir a informação, sem que o tenha feito, exigência essa a ser identificada à luz do comportamento do emissor de valores mobiliários."* MOREIRA, Alberto Camiña. *A Ação Civil Pública da Lei 7.913/89 entre o Direito Societário Coletivo e o Direito Societário*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 314-363. pp. 347-348

[295] Há precedente que reconheceu a responsabilidade da autarquia por falha no dever de fiscalização no âmbito da aprovação de oferta de aquisição de ações, eivada de evidente fraude, senão veja-se: *"Há de se ressaltar, ainda, a existência do julgado proferido na Apelação no. 140.587, referente à alienação do controle de Refrigeração do Paraná S.A., em que entendeu o extinto Tribunal Federal de Recursos no sentido da responsabilização da CVM por falta no dever de fiscalização, pois a aprovação de oferta de aquisição de ações, segundo o entendimento daquele Tribunal no caso concreto, teria se dado sem obediência ao princípio de tratamento igualitário, previsto no então vigente art. 254 da Lei nº 6404/76. Sem pretender analisar nesta oportunidade e detidamente os contornos e as exatas consequências da decisão acima citada, é certo que deve a CVM analisar as operações de alienação de controle casuisticamente, devendo perquirir a realidade fática subjacente, conforme disposto no MEMO/GJ2/Nº 38/88, no âmbito da alienação do controle de MANASA Madeireira Nacional S.A. Diante disso, não poderia a CVM ficar passiva diante da operação em tela, ao verificar a discrepância entre o preço de R$ 32,84 ofertado pela Mittal por ação de Arcelor Brasil, quando, na véspera do anúncio do preço final da oferta europeia, a ação já estava cotada a R$ 35,64, sem que houvesse justificativa plausível (recuperação judicial, perda de mercado, etc.) para tanto, haja vista a sua responsabilidade de garantir o tratamento igualitário aos acionistas minoritários."* Comissão de Valores Mobiliários. MEMO/SRE/GER-1/Nº 66/2007. Data: 13/3/2007. Assunto: Recurso contra decisão da SRE - OPA da Arcelor Brasil S.A. Processo CVM Nº RJ-2007-1996. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2007/20070313-1-memoarcelor.pdf

CASUÍSTICA

Para os fins desta dissertação, foi realizada pesquisa jurisprudencial nos principais tribunais do Brasil, de sorte a verificar o tratamento dado a questões diretamente relacionadas à ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89.

A partir da pesquisa realizada, foram averiguados os seguintes principais acórdãos:

1. Superior Tribunal de Justiça: Agravo em Recurso Especial nº 702.968 - SP (2015/0099051-2) de relatoria do Ministro Herman Benjamin[296]

O Ministério Público ajuizou ação civil pública em face de Cirio Finanziaria S.P.A, Bombril Holding S.A, Sérgio Cragnotti e Cragnotti & Partners Capital Investment Brasil S.A, tendo em vista o descumprimento de Termo de Compromisso firmado junto à CVM.

Dentre os pedidos aduzidos pelo autor[297], estava o ressarcimento pelos prejuízos causados em razão de contratos de mútuo firmados entre a Bombril S.A. e seu acionista controlador e da aquisição e posterior alienação da empresa italiana Cirio Holding SpA – que teriam sido identificados como abuso de poder do acionista controlador em benefício próprio.

O acórdão proferido reconheceu expressamente (i) a legitimidade ativa do Ministério Público para ajuizar a referida ação civil pública, tendo em vista a ele incumbir a adoção de medidas judiciais necessárias a evitar prejuízos ou obter o ressarcimento de danos causados a titulares de valores mobiliários e aos investidores de mercado, nos termos do art. 1º da Lei nº 7.913/89, motivo pelo qual o tribunal entendeu ter ficado *"caracterizado o interesse social relevante na hipótese"*; e (ii) a possibilidade de a companhia figurar no polo passivo da demanda, tão somente com base no argumento de que esta havia assumido

[296] Data do Julgamento: 10/08/2016.

[297] *"O pedido deduzido no processo de origem visa (a) a condenação dos réus a, mediante oferta pública, adquirirem imediatamente e pelo prazo de até um ano a contar da realização da oferta, pelo preço de R$ 19,50 (dezenove reais e cinquenta centavos) por lote de 1000 (mil) ações, na data 22/12/2000, devidamente corrigido até a data da efetiva aquisição por 106% (cento e seis por cento) do CDI (Certificado de Depósito Interbancário) divulgado pela CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, contados* pro rata die*, as ações dos acionistas minoritários, bem como praticar todos os atos necessários a essa aquisição; (b) condenar todos os Réus a se absterem de praticar qualquer ato que implique na prorrogação dos mútuos concedidos pela Bombril S/A, promovendo a recuperação desses créditos tão logo ocorram os vencimentos dos empréstimos; e (c) a condenação de todos os réus ao pagamento de danos morais coletivos, a serem fixados ao prudente arbítrio do juízo, levando em conta o seu poderio econômico, a fragilidade extremada dos acionistas minoritários, a magnitude do dano causado, de forma a coibir novas condutas similares."*

obrigações perante a CVM no âmbito das referidas práticas, ao assinar o Termo de Compromisso perante a CVM.

2. Tribunal de Justiça de São Paulo: Agravo de instrumento nº 225.140.4/4 de relatoria do Desembargador Ruiter Oliva[298]

José Corrêa de Toledo, na qualidade de acionista, propôs, com fulcro no Código de Defesa do Consumidor, ação de prestação de contas em face de determinadas companhias abertas, alegando não ter recebido informação quanto a lucros e distribuições de dividendos, tampouco sobre deliberações tomadas pelos respectivos Conselhos de Administração e Conselhos Fiscais.

Foi proferida decisão pelo juiz de primeira instância acolhendo exceção de incompetência do foro. O autor interpôs agravo de instrumento.

A 9ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo desproveu o referido recurso, sob o fundamento de que a relação jurídica existente entre o autor e as companhias não poderia ser caracterizada como uma relação de consumo, tendo em vista que tal relação se submeteria *"à legislação própria, tanto que a Lei nº 7.913/89 prevê ações específicas de ressarcimento a investidores e a Lei nº 6.024/74, estabelece medidas acautelatórias quando se tratar de liquidação extrajudicial de instituições de crédito"*.

3. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul: Apelação cível nº 70029771839 de relatoria do Desembargador Guinther Spode[299]

O Ministério Público do Estado do Rio Grande do Sul ajuizou ação civil pública em desfavor de J. C. Penney Brasil Comercial Ltda., sob o fundamento de que a ré teria manipulado preços, na medida em que *"realizou operação duvidosa, não equitativa, prejudicando deliberadamente o grupo de acionistas minoritários que alienou suas ações na Oferta Pública* (de ações de emissão das Lojas Renner S.A.) *realizada em dezembro de 1998, porquanto, poucos dias após, o mesmo tipo de ação foi vendida em leilão com acréscimo de mais de 50%"*.

[298] 9ª Câmara de Direito Privado; Data do Julgamento: 11/12/2001.
[299] 19ª Câmara Cível; Data do Julgamento: 30/08/2011

A ação foi extinta, sem julgamento do mérito, por entender a magistrada de primeira instância que o *parquet* não possuía legitimidade para o ajuizamento da referida ação.

Em seu apelo, o Ministério Público justificou a sua ilegitimidade com base, sobretudo na disposição constante no art. 1º da Lei nº 7.913/89, aduzindo existir relevante repercussão social e econômica na conduta de ré, que teria causado prejuízo não apenas aos investidores minoritários, como ao interesse público.

O tribunal entendeu estar verificada a legitimidade ativa no caso, uma vez que *"embora a ré argumente tratar-se de defesa de direitos patrimoniais individuais e disponíveis de um 'seleto grupo de investidores no mercado de ações', o fato é que sua conduta ultrapassa a esfera privada e repercute no mercado financeiro como um todo, sendo dever do órgão ministerial propor as medidas administrativas e judiciais cabíveis, a fim de coibir manobras ilícitas e resguardar o interesse público subjacente"*.

Ademais, frisou o relator que seria completamente desarrazoado forçar as centenas de acionistas minoritários lesados (haveria menção a cerca de 600 acionistas nos autos) a ingressar individualmente com ações, com base na discussão da mesma situação fática, pleiteando os mesmos direitos.

Note-se que a legitimidade passiva da Lojas Renner S.A. no caso somente foi reconhecida na medida em que esta havia incorporado a ré J. C. Penney Brasil Comercial Ltda., a qual, por sua vez, *"havia incorporado anteriormente a J. C. Penney Brasil Investimentos Ltda. ('braço' da norte-americana J C Penney Brazil Inc., e que teria realizado, por ordem desta última, as operações reputadas como ilícitas pelo autor e discutidas neste feito)"*.

4. Tribunal Regional da 1ª Região: Apelação cível nº 0036952-20.2004.4.01.3800/MG de relatoria do Desembargador Federal João Batista Moreira[300]

O Ministério Público do Estado Federal propôs ação civil pública em desfavor de BH Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., José de Alencar Gomes da Silva e outros, com os seguintes principais pedidos (i) condenação solidária dos réus ao pagamento de R$8.880.000,00 a título de indenização pelos prejuízos causados *"ao direito difuso*

[300] Quinta Turma, e-DJF1 de 26/01/2016.

concernentes à preservação da confiabilidade no regular funcionamento do mercado de valores mobiliários pela população em geral", condenação esta que deveria ser revertida ao fundo de que trata a LACP; e (ii) condenação solidária dos réus ao ressarcimento dos prejuízos causados aos investidores do mercado de valores mobiliários, que foram prejudicados no âmbito da negociação de ações preferenciais de emissão da Fiação e Tecelagem São José S.A.

Tais ações que, historicamente, possuíam pouca liquidez, tiveram uma grande oscilação de preço, chegando a valorizar mais de 200% às vésperas da realização de grande volume de negociações (tanto para a venda de ações preferenciais quanto para a compra de ações ordinárias) pela Encorpar.

Foi prolatada sentença julgando improcedentes os pedidos formulados, sob o principal fundamento de que, apesar de o laudo pericial elaborado na ocasião concluir que não haveria razões econômicas para justificar a elevação da cotação das ações de emissão da companhia, em razão da conjuntura do setor têxtil à época, tal fato não seria suficiente para comprovar a ocorrência de fraude, com manipulação de preços. Frisou o magistrado, ainda, que *"apesar da forte influência na cotação da Cia. São José em razão da atuação da BCCM e da BH DTVM, essas empresas possuíam histórico de comercialização desses ativos financeiros e a atuação não foi num montante que possa ter parecido absurdo, nem tampouco seus efeitos foram dissociados da situação patrimonial da empresa num contexto de análise de longo prazo."*

Em que pese o Desembargador relator ter admitido, que após a análise do processo, teria um *"sentimento muito forte de manipulação ao longo do tempo das ações da Cia. São José"*, elencando diversos fatos para corroborar tal afirmação, manteve a sentença sob o argumento de que os *"fortes indícios de irregularidades apontados na prova pericial não foram suficientes para demonstrar a causalidade dos alegados danos, e que só é possível se determinar a responsabilidade de pessoas quando comprovada uma causalidade baseada na certeza e necessidade"*.

CONCLUSÃO

Por meio desta dissertação, buscou-se desenvolver uma breve análise histórica da defesa dos interesses e direitos transindividuais e das ações coletivas no Brasil e nos Estados Unidos da América, bem como de alguns dos principais aspectos de direito material e processual referentes a tais interesses e direitos, especialmente a aplicação das *class actions* no âmbito das *securities litigation* e da ação civil pública prevista na Lei nº 7.913/89.

Tal análise foi desenvolvida com o principal objetivo de compreender se a Lei nº 7.913/89 constitui meio apto e conveniente à repressão de condutas lesivas no mercado de capitais nacional.

A nosso ver, para a realização de tal aferição, é indispensável a dissipação das dúvidas suscitadas pela doutrina e pela jurisprudência no que se refere aos legitimados passivos e aos regimes de responsabilidade aplicáveis no âmbito da Lei nº 7.913/89.

Sabe-se que a legitimidade é um conceito próprio do direito processual ao passo que a responsabilidade é típica do direito material. Dadas as considerações tecidas nessa dissertação, é evidente que a determinação da responsabilidade e, consequentemente, da legitimidade passiva quando da aplicação da Lei nº 7.913/89, depende diretamente da análise do fato em questão, *vis-à-vis* as diferentes regras de responsabilização societária/civil e a pretensão deduzida em juízo.

Considerando a natureza das condutas coibidas pela Lei nº 7.913/89, entendemos que a ação civil pública prevista em tal diploma guarda certa semelhança com a ação individual do acionista ou terceiro prevista no art. 159, §7º da Lei nº 6.404/76[301]. Com efeito, por meio da ação civil pública poderão ser tuteladas as pretensões individuais dos investidores do mercado de capitais, associadas a danos que repercutem diretamente nos respectivos patrimônios.

Tal interpretação é consubstanciada, dentre outros, na leitura (i) da ementa da referida lei que esclarece que a ação civil pública nela disciplinada é voltada à responsabilização *"por **danos causados aos investidores** no mercado de valores mobiliários"*; e (ii) do seu art. 2º, que prevê que as importâncias decorrentes da condenação reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo[302].

---

[301] No mesmo sentido: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 390.

[302] Assim, tendo em vista que o ordenamento jurídico brasileiro não admite o pagamento de indenizações diretamente aos acionistas pela ocorrência de danos indiretos, a única interpretação possível é de que esta lei é voltada apenas para a tutela dos danos diretos causados aos investidores. Ademais, o próprio art. 91 do CDC

Dessa forma, a ação civil pública não se destina, consequentemente, a tutela (ainda que feita de forma derivada) da companhia em si - para o que a legislação societária disponibiliza as ações *ut universi* e *ut singuli*[303].

Contudo, é importante frisar que, conforme já apontado por MOREIRA, *"a ação da Lei 7.913/89 não é apenas a coletivização da ação individual da lei societária"*, sendo muito mais abrangente[304].

Não é possível se admitir que, assim como acontece com o art. 159, §7º da Lei nº 6.404/76, a legitimação passiva no âmbito da aplicação da Lei nº 7.913/89 esteja restrita aos administradores da companhia.

Em que pese o fato de que as condutas exemplificativas arroladas nos incisos I e II, do art. 1º da Lei nº 7.913/89 prevejam hipóteses que, pela sua natureza, serão praticadas por administradores ou outros participantes do mercado, o inciso III do referido diploma é explícito em determinar que também são coibidas pelo diploma legal a *"omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa"*.

Conforme demonstrado, o regime de responsabilização pela divulgação de informações por companhias abertas (que pode ocorrer tanto no momento da emissão dos títulos quanto no momento de sua negociação no mercado) também é aplicável às companhias, por forca do art. 927 do Código Civil.

---

que rege o procedimento relacionado à ação civil pública para a tutela de direitos individuais homogêneos (aplicável subsidiariamente à Lei nº 7.913/89, conforme demonstrado) é inequívoco que o propósito de tal ação é buscar reparação *"pelos danos individualmente sofridos"* pela coletividade afetada.

[303] *"Esse prejuízo direto alvo da tutela assegurada (ou reconhecida) pela lei societária pode ser globalmente alcançado pela ação coletiva da Lei 7.913/89; os incisos do art. 1º dessa lei confirmam que a ação coletiva tutela, globalmente, o direito de sócios (e não sócios) que teriam proteção segundo as normas do direito comum. Esse é um ponto de contato relevante entre a ação individual da lei societária e a ação coletiva da lei de 1989: ambas dependem de verificação de prejuízo direto, embora nem sempre seja fácil identificar, com precisão, se o dano incide diretamente no patrimônio do sócio ou de terceiros, ou se o dano é social e repercute no patrimônio do sócio, quando se caracteriza o dano indireto."* MOREIRA, Alberto Camiña. *A Ação Civil Pública da Lei 7.913/89 entre o Direito Societário Coletivo e o Direito Societário*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 314-363. pp. 339-340.

[304] MOREIRA, Alberto Camiña. *A ação civil pública da Lei 7.913/89 entre o direito coletivo e o direito societário*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 313-363. p. 341.

Com efeito, uma vez praticado um ato ilícito (manifestado na omissão e/ou falha na divulgação de informação relevante da companhia) e verificados os demais requisitos ensejadores da responsabilidade civil, será imputada à companhia o dever de repará-los.

Sem afastar a responsabilidade dos administradores, prevista no art. 157, §4º da Lei nº 6.404/76[305], nos parece indiscutível que cabe primordialmente à companhia o dever de divulgação da informação e, consequentemente, deve a ela ser imputada a responsabilidade por falhas no âmbito de tal obrigação[306], como decorrência da aplicação da teoria organicista.

Ainda que, no caso concreto, a prática possa decorrer da violação pelo administrador de um dever legal a ele atribuído (o que, a princípio, afastaria a possibilidade de o seu ato ser imputado à companhia), fato é que os investidores que negociam com os valores mobiliários no mercado de capitais são, via de regra, terceiros de boa-fé[307], que não tinham ou não poderiam ter tido conhecimento da violação pelo administrador.

---

[305] Art. 157 da Lei nº 6.404/76 *"O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (...) §4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia."*

[306] No mesmo sentido, MOREIRA esclarece que *"não é o órgão da administração que emite valores mobiliários, é a sociedade; não é o órgão da administração que capta recursos junto ao mercado, senão a sociedade. Quem tem o dever de informar o mercado em que está presente é a sociedade emissora de valores mobiliários; o órgão societário é o meio para se alcançar tal desiderato, presentando-a;* full disclosure *é dever da sociedade, e o 'administrador é o principal agente de efetivação desse princípio negocial. Por isso, a legitimidade passiva, na ação civil pública com fundamento no art. 1º, III, da Lei 7.913/89, é tanto do administrador quanto da sociedade, podendo ainda ser envolvida, no caso de emissão primária, entidade distribuidora de valores mobiliários, ou, enfim, quem atuar como* underwriter*, que, 'da mesma forma que a companhia emissora, tem a obrigação fundamental de assegurar plena e correta divulgação das informações. O litisconsórcio passivo é facultativo.".* MOREIRA, Alberto Camiña. *A ação civil pública da Lei 7.913/89 entre o direito coletivo e o direito societário*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 313-363. p. 342.

[307] *"Paulo Salvador FRONTINI afirma que, de acordo com a representação orgânica, é a sociedade quem está agindo, não um mero mandante seu, e que, pela celeridade da vida negocial, a boa-fé deve ser presumida, sendo a aparência fator que convalida situações originalmente irregulares, se constituída nos moldes daquele princípio. (...) O grande problema que daí deriva está na definição da atuação pautada pela boa-fé, isto é, na investigação que exige o caso concreto, a fim de que se descubra se o terceiro age, ou não, com boa-fé. No âmbito das relações negociais, importa, com objetivo da tutela de ordem, que as trocas se deem com observância de certo padrão de segurança. Essa segurança é necessária para a realização das finalidades de interesse geral, bem como para produção e distribuição de bens e serviços e o bom funcionamento da economia. Por isso se privilegia a tutela da proteção das justas expectativas das partes negociais."* LORIA, Eli. *Companhia aberta: objeto social e operações de risco*. Tese de Doutorado - Doutorado em Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2012. p.88

Ademais, não é razoável se admitir que a companhia, que se beneficiou com a possibilidade de negociar seus títulos no mercado e, consequentemente, obter financiamento provavelmente mais vantajoso do que junto a instituições financeiras, possa ser considerada apenas uma vítima da falha na divulgação.

Nesse sentido, é indispensável que a confiança do investidor (independentemente de quem seja) no mercado seja resguardada pelo nosso ordenamento, de modo a fortalecê-lo[308].

Tal entendimento coaduna-se com a lógica das *class actions* do sistema norte-americano, as quais, conforme demonstrado, são ajuizadas com base exclusivamente em uma falha no sistema de *full disclosure*, extensivamente resguardado pela *US Securities Law*.

Face a todo o exposto, podemos concluir que a Lei nº 7.913/89 disponibiliza aos seus legitimados ativos mecanismos adequados e eficazes (ainda que pouco utilizados) para a proteção do mercado de capitais brasileiro, manifestado sobretudo na possibilidade de se estender a responsabilidade pela violação ao dever de informação também para as companhias, que costumam ser as entidades com poder econômico para poder arcar com as respectivas indenizações.

Com efeito, ainda que (i) o sistema de tutela do mercado de capitais brasileiro seja baseado na intervenção pública e não privada (o que diminui os legitimados à propositura da referida ação civil pública e, consequentemente, a possibilidade de sua utilização); e (ii) no nosso caso, haja dificuldades adicionais, como, por exemplo, a inexistência de previsão legal que justifique a aplicação da presunção da *fraud-on-the-market theory*[309], entendemos

---

[308] Nesse sentido, esclarece MOREIRA que *"pouco importa se os titulares de valores mobiliários são grandes empresas, brasileiras ou estrangeiras (não residentes), se são instituições financeiras ou fundos de investimento; ou se é a pessoa natural, poupadora de recursos que sobram do seu salário. Pode ser até um especulador do mercado, que também recebe a proteção legal. Não é o patrimônio desses titulares (personalizados ou não) a razão de se instituir a Lei 7.913/89, pois a vítima do dano sempre teve à sua disposição as leis civis para a defesa do seu direito, o que, aliás, é preservado e realçado pela norma em questão, cujo artigo primeiro traz a ressalva – sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado –, o que se faz com as normas do direito privado brasileiro. É preciso acentuar esse ponto: a instituição chamada mercado de capitais é o alvo da proteção."* MOREIRA, Alberto Camiña. *A ação civil pública da Lei 7.913/89 entre o direito coletivo e o direito societário*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 313-363. p. 319.

[309] Em decorrência do que, conforme já mencionado, é indispensável que o investidor demonstre, no âmbito da liquidação individual da sentença coletiva, não apenas o dano a ele causado, como também que foi motivado a negociar os valores mobiliários no período em questão, em razão da falha na divulgação da informação.

não haver dúvidas acerca da possibilidade de se responsabilizar civilmente as companhias por falha no dever de divulgar informações ao mercado, nos termos do art. 1º, III da Lei nº 7.913/89 c/c art. 927 do Código Civil, à semelhança do que é feito com as *class actions* no âmbito das *securities litigation* no mercado de capitais norte-americano.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Marcelo de Paiva. *A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

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

AGUIAR, Danilo Augusto Barboza de. *Proteção dos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional:* alterações no regime legal das ações preferenciais. Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem, v. 6, n. 22, p. 88-127, out./dez. 2003.

AGUIAR, Leandro Katscharowski. *Tutela coletiva de direitos individuais homogêneos e sua execução*. São Paulo: Dialética. 2002.

ALMEIDA, André de. *Class action e regulação do mercado*. Correio braziliense, n. 18886, 9 fev. 2015. Direito & Justiça.

ALMEIDA, Gregório Assagra de. Direito Processual Coletivo brasileiro: Um novo ramo do Direito Processual. São Paulo: Saraiva, 2003.

ALMEIDA, Gustavo Milaré. *Execução de interesses individuais homogêneos*: análise crítica e propostas. São Paulo: Atlas. 2014.

ALMEIDA, João Batista de. *Ação civil pública e ação coletiva*: afinidades e distinções. Revista de Direito do Consumidor, v. 26, p. 113 – 118, São Paulo, abr.-jun. 1998.

ALMEIDA, Marcelo Pereira de. *Processo coletivo*: teoria geral, cognição e execução. São Paulo: LTr, 2012.

ALPA, Guido. *Interessi Diffusi, in* Revista de Processo, vol. 81, jan/mar, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1996, p. 146/159.

ALONSO, Leonardo. *O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais*. Revista Brasileira de Ciências Criminais, vol. 82, jan./fev. 2010, pp. 129-164.

ALVES, Cleber Francisco e PIMENTA, Marília Gonçalves. *Acesso à Justiça em preto e branco: retratos institucionais da Defensoria Pública*, Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2004.

ALVIM, Arruda et al. *Código do Consumidor Comentado*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.

ALVIM, Arruda. *Princípios Constitucionais na Constituição de 1988 e o Acesso à Justiça*, *in* Revista do Advogado nº 34 de julho de 1991, págs. 05/22, São Paulo: AASP, 1993.

ANDRADE, Rafael de Almeida Rosa. *Uma revisão teórica e empírica da relação entre Judiciário e desenvolvimento do mercado de capitais*. São Paulo, 2007. Monografia. Prêmio Bovespa-Direito GV.

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro:* aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira, 2001.

ARAÚJO FILHO, Luiz Paulo da Silva. *Ações coletivas:* A tutela jurisdicional dos direitos individuais homogêneos. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

ARAÚJO, Rodrigo Souza Mendes. *A ação para a tutela dos interesses individuais homogêneos*: a class action for damages brasileira? In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Coords.) Processo civil coletivo. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 696-719.

ARENHART, Sérgio Cruz. *Perfis da Tutela Inibitória Coletiva*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2003.

ARRUDA ALVIM NETTO, José Manoel de. *Código do Consumidor Comentado*, São Paulo. Revista dos Tribunais. 2ª ed. 1995.

ÁVILA, Humberto. *Teorias dos Princípios. Da Definição à Ampliação dos Princípios Jurídicos*, São Paulo: Malheiros, 2004.

_____. *Tendências Contemporâneas do Direito Processual Civil, in* Temas de Direito Processual, Terceira Série, São Paulo: Saraiva, 1984.

_____. *Efetividade e técnica Processual, in* Temas de Direito Processual, Sexta Série, São Paulo: Saraiva, 1997.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Sociedade anônima atual: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei n. 10.303/01 ao texto da Lei n. 6.404/76*. São Paulo: Atlas, 2004.

BARROSO, Luís Roberto. *A proteção coletiva dos direitos no Brasil e alguns aspectos da class action norte-americana*. Revista Jurídica Empresarial, ano II, n. 8, maio/junho 2009, pp. 31-55.

BARTOS, Jim. *United States Securities Law: A Practical Guide*. Kluwer Law International. 3rd ed. 2006.

BEDAQUE, José Roberto dos Santos. *Tutela Cautelar e Tutela Antecipada: tutelas sumárias de urgência (tentativa de sistematização),* 2ª edição, São Paulo: Malheiros, 2001.

BELLINETTI, Luiz Fernando. *Ações coletivas: um tema a ser ainda enfrentado na reforma do Código de Processo Civil Brasileiro - A relação jurídica e as condições da ação nos interesses coletivos*. Revista de Processo, v. 98, abr.-jun. 2000, pp. 125-132.

BERMUDES, Sérgio. *A legitimidade processual do Ministério Público e das associações na tutela do investidor de fundos*. Revista Trimestral de Direito Civil, São Paulo, n. 27, jul./set., 2006.

BERSHAD, David J. *Securities class actions*: abuses and remedies. Ed. Edward J. Yodowitz, Roger Clegg e Steven J. Kolleeny. Washington D.C.: National Legal Center for the Public Interest, 1994.

BERTOLINO, Giulia. *L'opt-out nell'azione risarcitoria collettiva*: una contrarietà davvero giustificata?: analisi del dibattito e prospettive di riforma. Rivista trimestrale di diritto e procedura civile, v. 70, n. 2, p. 475-505, giugno. 2016.

BILICH, Edward K. M.; KLONOFF, Robert H. *Class actions and other multi-party litigation*: cases and materials. St. Paul, Minn: West Group, 1999.

BISCAIA, Antonio Carlos. *Em defesa da cidadania*: ação civil pública. Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação Edições Câmara, 2009.

BLACK, Bernard S. *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*. UCLA Law Review, v. 48, p. 781 – 855, 2001.

_____. *Strengthening Brazil's securities markets*. Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper, n. 205.

BOBBIO, Norberto. *A Era dos Direitos*, Rio de Janeiro: Campus, 1992.

BRUNIERI, Wendel Fernando. *Possibilidade de modulação do procedimento pelo juiz na nova lei de ação civil pública (artigo 10, 1, do projeto de lei nº 5.139/2009)*. Revista IOB de direito civil e processual civil, v. 11, n. 64, p. 52-60, mar./abr. 2010.

BUENO, Cássio Scarpinella. *A Legitimidade Ativa no Mandado de Segurança Coletivo: Art. 5º, LXX, da CF/1988*. Revista de Processo, vol. 88, out.-dez. 1997, pp. 185-207.

_____. *Amicus Curiae no processo civil brasileiro*: um terceiro enigmático. São Paulo: Saraiva, 2006.

_____. et al (organizadores). *Aspectos Polêmicos e Atuais do Mandado de Segurança*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

_____. *As class actions norte-americanas e as ações coletivas brasileiras*: pontos para uma reflexão conjunta. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://www.scarpinellabueno.com/images/textos-pdf/004.pdf

_____. *O Poder Público em Juízo*, São Paulo: Saraiva, 2003.

_____. *Réquiem para a Ação Civil Pública, in* Temas de Direito Processual Civil (Coord. César Augusto de C. Fiúza), Belo Horizonte: Del Rey, 2001, p. 49 – 72.

BULGARELLI, Waldirio. *Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano XXII, n. 50, abr./jun. 1983, pp. 75-105.

CALMON DE PASSOS, José Joaquim. *Instrumentalidade do processo e devido processo legal*, *in REPRO*, vol. 102, São Paulo: Revista dos Tribunais. abril/ jun. 2001. pp. 55/67.

_____. CALMON DE PASSOS, J. J.. *Poder, Justiça e Processo*, Rio de Janeiro: Revista Forense, 1999.

_____. *Substituição processual e interesses difusos, coletivos e homogêneos*: vale a pena pensar de novo? In: TUBENCHLAK, James; BUSTAMANTE, Ricardo Silva. Livro de Estudos Jurídicos, Rio de Janeiro: Instituto de Estudos Jurídicos, 1993, v. 6.

CAMARGO, Patricia Olga. *A evolução recente do setor bancário no Brasil*. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://static.scielo.org/scielobooks/hn9cv/pdf/camargo-9788579830396.pdf

CAMPOS, Ronaldo Cunha. *Ação civil pública*. Rio de Janeiro: Aide, 1995.

CÂNDIA, Eduardo. *Tutela jurisdicional coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: quem são os colegitimados ativos para a ação civil pública? Revista de direito bancário e do mercado de capitais, v. 14, n. 52, p. 77-125, abr./jun. 2011.

CANTIDIANO, Luis Leonardo. *Direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

CAPPELLETTI, Mauro. *Appunti sulla tutela giurisdizionale di interessi collettivi o diffusi*. Le azioni a tutela di interessi collettivi. Padova: Cedam, 1976.

_____; GARTH, Bryant. *Access to justice*: the worldwide movement to make rights effective. A general report. Milano: Giuffrè, 1978.

CAPPELLETTI, Mauro (sem indicação de tradutor). *Algunas reflexiones sobre el rol de los estudios procesales en la actualidad*. *In REPRO*, vol. 64, São Paulo: Revista dos Tribuanais. Out./dez. 1991. pp. 145/150.

_____. *Formações Sociais e Interesses Coletivos Diante da Justiça Civil*, *in* Revista de Processo, vol. 5 – separata.

_____. *Problemas de Reforma do Processo nas Sociedades Contemporâneas*, Revista Forense n° 318 p. 119 – 128.

_____; JOLOWICZ, John Antony. *Public interest parties and the active role of the judge in civil litigation*. Milano: Giuffrè Dobbs Ferry; N.Y.: Oceana Publications, 1975.

CARNEIRO, Athos Gusmão. *Da intervenção da união federal, como amicus curiae*. Revista de Processo, ano 28, jul.-set. 2003.

_____. *Direitos individuais homogêneos, limitações à sua tutela pelo Ministério Público*. Revista de Processo, v. 103, jul.-set. 2001, pp. 189-198.

CARNEIRO, Paulo Cezar Pinheiro. *A coisa julgada nas ações coletivas*. In: TUBENCHLAK, James; BUSTAMANTE, Ricardo Silva. Livro de Estudos Jurídicos, Rio de Janeiro: Instituto de Estudos Jurídicos, 1991, v. 1.

_____. *Acesso à Justiça: juizados especiais cíveis e ação civil pública,* Rio de Janeiro: Forense, 2000.

_____. *A proteção dos direitos difusos através do compromisso de ajustamento de conduta (Lei da ação civil pública)*. In: TUBENCHLAK, James; BUSTAMANTE, Ricardo Silva. Livro de Estudos Jurídicos, Rio de Janeiro: Instituto de Estudos Jurídicos, 1991, v. 1.

_____. *Da tutela preventiva dos direitos difusos pelo Ministério Público*. Justitia, n. 131, v. 47, p. 279 – 289, São Paulo, set. 1985.

_____. *O Ministério Público e a Lei da Ação Civil Pública* – Dez anos na defesa dos interesses difusos e coletivos. Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro, v. 2, p. 148 – 157, jan.-dez. 1995.

CARNEIRO DE QUEIRÓZ, José Eduardo. *Valor mobiliário, Oferta Pública e Oferta Provada*. Revista de Direito Bancário, n. 41.

CARPI, Federico. *Some observations on the current trends of the class actions in Civil law countries*. Revista de processo, v. 36, n. 196, p. 385-392, jun. 2011.

CARVALHOSA, Modesto. *Parecer Jurídico*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 25-47.

CAVALCANTE, Francisco; RUDGE, Luis Fernando. *Mercado de capitais*. Minas Gerais: CNBV, 1997.

CAVALCANTI, Marcos de Araújo. *A evolução da tutela jurisdicional coletiva no Brasil*. Revista Dialética de Direito Processual, n. 131, fev. 2014, pp. 33-55.

CHAYES, Abram. *The role of the judge in public law litigation*. Harvard Law Review, v. 89, p. 1.281, May 1976.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In: LOBO, Jorge. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Parecer*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 174-202.

COFFE JR., John C. *Class wars*: the dilemma of the mass tort class action. Columbia Law Review, v. 95, n. 6, Oct. 1995.

_____. *Privatization and corporate governance*: the lessons from securities market failure. Journal of Corporation Law, n. 25, p. 1-39, 1999.

_____. *The regulation of entrepreneurial litigation*: balancing fairness and efficiency in the large class actions. University of Chicago Law Review, v. 54, p. 877 – 937, 1987.

COHN, Marcus; MOORE, James William. *Federal class actions*: jurisdiction and effect of judgment. Chicago: Northwestern University Press, 1938.

COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*, São Paulo: Saraiva, 1995, pp. 182-183.

_____. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Forense, 1981.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima* / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COOPER, Edward H. *Rule 23*: challenges to the rulemaking process. New York University Law Review, v. 71, n. 1, p. 13 – 76, Apr.-May 1996.

CORREIA, Luís Brito. *Os administradores de sociedades anônimas*. Coimbra: Almedina, 1988.

COUND, John J., FRIEDENTHAL, Jack H., MILLER, Arthur R. e SEXTON, John E. Civil. *Civil Procedure Supplement*, St. Paul, West Publishing Co., 1990.

_____. *Procedure - Cases and Materials*, St. Paul, West Publishing Co., 5a. ed., 1989.

CROSS, Oleg. *Dura Pharmaceuticals v. Broudo: The Unlikely Tort of "Securities Fraud*". Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com.br/&httpsredir=1&article=1010&context=djclpp_sidebar.

CUNHA, Alcides A. Munhoz da. *Evolução das ações coletivas no Brasil*. Revista de Processo, v. 77, p. 224 – 235, São Paulo, RT, jan.-mar. 1995.

DAM, Kenneth W. *Class action* notice: who needs it. The Supreme Court Review, p. 97 – 126, 1974.

DAUDT, Simone Stabel. *O reconhecimento de sentença coletiva americana no direito brasileiro*. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://www.processoscoletivos.net/1186-o-reconhecimento-de-sentenca-coletiva-americana-no-direito-brasileiro

DELGADO, José Augusto. *Interesses difuso e coletivos: Evolução Conceitual. Doutrina e Jurisprudência do STF*, *Revista de Processo*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n° 98, pp.60/81, abr./jun. 2000.

DEJARLAIS, Natalie. *The consumer trust fund*: a cy près solution to undistributed fund in consumer class actions. Hastings Law Journal, v. 38, Apr. 1987.

DIAS, Amanda Tayar Duarte. *Questões atuais envolvendo o insider trading*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 12, n. 45, jul./set. 2009, pp. 121-148.

DIAS, Francisco Barros. *Coisa julgada e execução no processo coletivo*. Revista de Processo, v. 78, São Paulo, RT, abr.-jun., 1995, pp. 50 – 63.

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

DINAMARCO, Cândido Rangel. *A instrumentalidade do processo*, 8ª edição, São Paulo: Malheiros, 2000.

_____. *A Nova Era do Processo Civil*, São Paulo: Malheiros, 2003.

DINAMARCO, Pedro da Silva. *Ação civil pública*. São Paulo: Saraiva, 2001.

DIZ, Nelson Nascimento. *Apontamentos sobre a legitimação das entidades associativas para a propositura de ações coletivas em defesa de direitos individuais homogêneos de consumidores*. Revista Forense, v. 350, p. 113, abr.-jun. 2000.

DOTTI, René Ariel. *A atuação do Ministério Público na proteção dos interesses difusos*. Justitia, v. 47, p. 9 – 38, São Paulo, out.-dez. 1985; Revista do Ministério Público do Rio Grande do Sul, v. 19, p. 66 – 94, Porto Alegre, 1986.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As Novas Estruturas Organizacionais da Bolsa*. São Paulo, 2008. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

DUVAL JR, Benjamin S. *The importance of substance to the study of class actions*: a review essay on the Ontario Law Reform Commission report on class actions. Chicago: American Bar Foundation, 1984.

EASTMAN, Damien. *Class actions*: a question without notice. Dissertação de mestrado. Harvard Law School, 2001.

EDELMAN, Daniel A.; ROSMARIN, Yvonne W. *Consumer class actions*: a practical litigation guide. 3 ed. Boston: National Consumer Law Center, 1995.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. *A "fraud-on-the-market theory" pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro*? In: Lei das S.A. em seus 40 anos, organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 85-102.

_____. *O conceito de valor mobiliário e o alcance da Lei n. 7.913-89*. Aspectos modernos do direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. pp. 147-163.

_____. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. 145 p. (Série Estudos Especiais n. 3).

_____. *Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, in RDM 48/48, out.-dez./82.

_____. *Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta*. In: Revista dos Tribunais. São Paulo: RT, v.XXIII, n. 56, out.-dez., 1984, pp. 47 – 62.

_____; GAAL, Ariadna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus. *Mercado de Capitais. Regime Jurídico*. 3ª ed. São Paulo: Renovar. 2011.

EPSTEIN, Richard Allen. *Class actions*: the need for a hard second look. Civil Justice Report, n. 4, Manhattan Institute for Policy Research, March 2002.

ESTREICHER, Samuel. *Federal class actions after 30 years*. New York University Law Review, v. 71, n. 1, p. 1 – 12, Apr.-May 1996.

FARIA, Marcela Kohlbach de. *A possibilidade da instituição da arbitragem em demandas coletivas*: PL 5.139/2009: análise da experiência norte-americana. Revista de arbitragem e mediação, v. 34, jul./set. 2012, pp. 233-251.

FAZZALARI, Elio. *Federal civil judicial procedure and rules*. St. Paul, MN: West Publishing, 1985.

_____. *Federal class actions*: a suggested revision of Rule 23. Columbia Law Review, 1946.

_____. *Federal courts* – Rule 23(a) – Res judicata and the spurious class action. Iowa Law Review, v. 39, 1954.

FERNANDES, Sérgio Ricardo de Arruda. *Breves considerações sobre as ações coletivas contempladas no Código de Defesa do Consumidor*. Revista de Processo, vol. 71, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1993.

FERRAZ, Antonio Augusto Mello de Camargo. *Considerações sobre interesse social e interesse difuso*. In: MILARÉ, Edis (Org.). A ação civil pública após 20 anos: efetividade e desafios. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005. pp. 59-71.

_____; FRONTINI, Paulo S.; MILARÉ, Edis. *Ministério público, ação civil pública e defesa dos interesses difusos*. Justitia, v. 47, p. 263-278, set. 1985.

FIGUEIREDO, Lúcia Vale. *A ação civil pública* – Ação popular – A defesa dos interesses difusos e coletivos – Posição do Ministério Público. Boletim de Direito Administrativo, p. 1 – 14, jan. 1987.

_____. *Interesses Difusos na Futura Constituição*. Revista de Direito Público, São Paulo, ano XX, n.º 82, abril/junho 1987, pp. 111-114.

FIORI, José Luis. *Transição terminada: crise superada?* Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://novosestudos.org.br/v1/files/uploads/contents/62/20080624_transicao_terminada.pdf

FISS, Owen (trad. Carlos Alberto de Salles). *The political theory of the class action*. Washington and Lee Law Review v. 53 (1996) p. 21-31.

_____. *Um Novo Processo Civil – estudos norte-americanos sobre jurisdição, constituição e sociedade*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*, 2a.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflitos de interesses)*. 2. ed., rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2014.

_____. *Direito Societário Contemporâneo I (obra coletiva).* 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009. v. 1.

_____. *Direito Societário Contemporâneo II.* 1ª. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015. v. 1.

_____. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2. ed., rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017.

_____.; ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.) . *Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães (obra coletiva)*. 1ª. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. v. 1.

_____. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. 1. ed. São Paulo: Malheiros, 2009. v. 1.

FRANCO NETO, Ary Azevedo. *Mandado de segurança coletivo*: legitimação das entidades associativas para defesa de interesses coletivos. RT, v. 677, São Paulo, mar. 1992.

FRIEDLANDER, Willian A. *Civil procedure* – Federal rule 23 – Aggregation of claims in class action. Tulane Law Review, v. 43, 1969.

FRONTINI, Paulo Salvador. *Ação civil pública em tutela de direitos difusos*: condições da ação – indagações sobre a possibilidade jurídica do pedido, interesse processual e legitimidade dos efeitos jurídicos. In: MILARÉ, Edis (Coord.). A ação civil pública após 20 anos: efetividade e desafios. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

GAMBÔA, João Carlos Corsini. *As condições da ação coletiva para defesa de direitos individuais homogêneos*. Dissertação de mestrado, São Paulo, USP, 1999.

GARRIDO, Renata Lorenzetti. *Legitimidade ativa das associações para a propositura de ações coletivas*. Revista de Direito do Consumidor, n. 16, p. 89 – 102, out.-dez., 1995.

GIDI, Antonio. *A class action*: como instrumento de tutela coletiva dos direitos: as ações coletivas em uma perspectiva comparada. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.

_____. *A representação adequada nas ações coletivas brasileiras*: uma proposta. Revista de Processo, v. 108, p. 61 – 70, São Paulo: RT, out.-dez. 2002.

_____. *Class actions in Brazil*: a model for civil law countries. American Journal of Comparative Law, v. 51, n. 2, p. 311 – 408, Spring 2004.

_____. *Coisa julgada e litispendência em ações coletivas*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *Legitimidade para agir em ações coletivas*. Revista de Direito do Consumidor, v. 14, p. 52 – 66, São Paulo: RT, abr.-jun. 1995.

_____. *The class action code*: model for civil law countries. Tucson: The University of Arizona James E. Rogers College of Law, 2005.

_____. *The recognition of U.S. class action judgments abroad:* the case of Latin America: part I: obstacles derived from specific class action rules. Revista de processo, v. 38, n. 223, p. 249-300, set. 2013.

_____. *The recognition of U.S. class action judgments abroad*: the case of Latin America: part II: obstacles derived from traditional rules. Revista de processo, v. 224, out. 2013, pp. 255-281.

GIUSSANI, Andrea. *Studi sulle class actions*. Padova: Cedam, 1996.

GOLDSTEIN, Stephen. *Class actions in Israel*. Israeli Reports to the XIII International Congress of Comparative Law, v. 51, n. 2, p. 311 – 408, Spring 2003.

GOMES JÚNIOR, Luiz Manoel. *Anotações sobre o projeto da nova lei da ação civil pública*: principais inovações. Revista de processo, v. 34, n. 176, p. 174-194, out. 2009.

_____. *A nova lei da ação civil pública e do sistema único de ações coletivas brasileiras*: projeto de lei nº 5.139/2009. Revista Magister de direito empresarial, concorrencial e do consumidor, v. 5, n. 27, p. 5-21, jun./jul. 2009.

_____. *A proposta de estruturação do sistema único de ações coletivas brasileiras*: a nova lei da ação civil pública. Revista jurídica, Porto Alegre, v. 57, n. 382, p. 19-39, ago. 2009.

_____. *Projeto de lei nº 5.139/2009*: A nova lei da ação civil pública e do sistema único de ações coletivas brasileiras. Revista IOB de direito civil e processual civil, v. 11, n. 63, p. 15-32, jan./fev. 2010.

GONÇALVES, Marcus Vinicius Rios. *Tutela de interesses difusos e coletivos*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

GRINBERG, Rosana. *O Judiciário e os direitos individuais e coletivos*. Revista de Direito do Consumidor, v. 27, p. 49 – 56, São Paulo, RT, jul.-set. 1998.

GRINOVER, Ada Pellegrini. *A ação civil pública no STJ*. A marcha do processo. São Paulo: Forense, 2000, Revista de Processo, v. 99, p. 9 – 26, São Paulo: RT, jul.-set. 2000.

_____. *A ação civil pública e a defesa dos interesses individuais homogêneos*. Revista de Direito do Consumidor, v. 5, p. 206 – 229, São Paulo, jan.-mar. 1993.

_____. *A class action brasileira*. In: TUBENCHLAK, James; BUSTAMANTE, Ricardo Silva. Livros de estudos jurídicos. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos Jurídicos, 1991. v. 2.

_____. *A aparente restrição da coisa julgada na ação civil pública*. Ineficácia da modificação no art. 16 pela Lei 9.494/97. Boletim Informativo da Escola Superior do do Ministério Público do Estado de São Paulo – ESMP, n. 11, p. 7 – 10, fev. 1998.

_____. *A tutela jurisdicional dos direitos difusos no direito comparado*. A tutela dos interesses difusos. São Paulo: Max Limonad, 1984.

_____. *As garantias constitucionais do processo nas ações coletivas*. Revista de Processo, v. 43, p. 19 – 30, São Paulo, RT, jul.-set. 1986.

_____. *Ações coletivas ibero-americanas*: novas questões sobre a legitimação e a coisa julgada. Revista Iberoamericana de Derecho Procesal. n. 1, 2002.

_____. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários*: questões processuais. Processo societário / Flavio Luiz Yarshell, Guilherme Setoguti J. Pereira (coordenadores). p. 27 – 58. São Paulo: Quartier Latin. 2012.

_____. *Da class action for damages à ação de classe brasileira*: os requisitos de admissibilidade. Revista de Processo, v. 101, São Paulo, RT, jan.-mar. 2001, pp. 11–27.

_____. *Das ações coletivas para a defesa de interesses individuais homogêneos*. In: _____ et al. Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto. 6. ed. rev. atual. ampl. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

_____. *O novo processo do consumidor*. Revista de Processo. vol. 62, abr.-jun. 1991, pp. 141-152.

_____; DINAMARCO, Cândido Rangel e WATANABE, Kazuo (coordenadores), *Participação e Processo*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988.

_____. *Significado social, político e jurídico da tutela dos interesses difusos*. In: A marcha do processo. São Paulo: Forense Universitária, 2000. pp. 17-23.

_____; VIGORITI, Vicenzo; BENJAMIMN, Antônio Herman; WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. (Org.). *Processo coletivo: do surgimento à atualidade*, v. 1, 1ª ed. São Paulo, 2014.

HARVARD UNIVERSITY. *Class Actions*, *Harvard Law Review*, may/1976, 89(7), p. 1321 – 1644.

HENSLER, Deborah R. et al. *Class action dilemmas*: pursuing public goals for private gain. Santa Monica, CA: Rand Institute for Civil Justice, 2000.

HIGA, Flávio da Costa. *Class actions for damages*: breves apontamentos. Revista do direito trabalhista, v. 17, n. 7, p. 20-31, jul. 2011.

HOMBURGER, Adolf. *State class actions and the Federal Rule 71*. Columbia Law Review, 1971.

HULL, John. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. São Paulo: Cultura; Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1995.

JUSTEN FILHO, Marçal. *Parecer sobre a Responsabilidade Direta da Sociedade de Economia Mista por Danos Acarretados aos Investidores*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 203-277.

KARMEL, Roberta S. *Regulation by persecution*: the securities & exchange comission versus corporate america. New York: Simon and Schuster, 2000.

KLONOFF, Robert H. *Class actions and other multi-party litigation*. St. Paul, MN: West Publishing, 1999.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.

LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. II.

_____; PEDREIRA, José Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias.* Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed. 2017.

LARCKER, David; TAYAN, Brian. *Corporate Governance Matters – A closer look at organizational choices and their consequences.* Pearson Education Inc. 2nd ed. 2016.

LAZZARINI, Marilena. *As investidas contra as ações civis públicas*. In: LUCON, Paulo Henrique dos Santos (Coord.). Tutela coletiva: 20 anos da Lei de Ação Civil Pública e do Fundo de Defesa de Direitos Difusos. 15 anos do Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Atlas, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A Responsabilidade Civil das Companhias de Mercado – A Tutela Coletiva dos Investidores em Sede Arbitral*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 49-79.

_____. *Direito Comercial: textos e pretextos*, São Paulo: Bushatsky, 1976, p. 64

_____. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo, RT, 1982.

_____. *O conceito de security*. Direito comercial: textos e pretextos. São Paulo: José Bushatsky, 1976.

_____. *O conceito de security no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro*. Revista de Direito Mercantil, v. 14, p. 41 – 60, São Paulo.

LEAL, Márcio Flávio Mafra. *Ações coletivas*: história, teoria e prática. Porto Alegre: Fabris, 1998.

LENZA, Pedro. *Teoria geral da ação civil pública*. São Paulo, RT, 2003.

LEONEL, Ricardo de Barros. *Manual do processo coletivo*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

LIMA, Francisco Gérson Marques de. *Anotações preliminares à nova Lei das Ações Coletivas (PL nº 5.139/2009)*. Revista de direito social / Procuradoria Regional do Trabalho da 7. Região, v. 2, n. 3, p. 67-88, ago 2009.

LISBOA, José da Silva (Visconde de Cairu), *Princípios de Direito Mercantil e Leis de Marinha*, publicado entre 1798 e 1804, ed. de 1874, Typographia Academica, Rio, p. 501, n. 7.

LIU, Lawrence S. *Simulating securities class actions: the case in Taiwan*. Corporate Governance International, Hong Kong. Sweet & Maswell, Dec. 2000, p. 4 – 12.

LORIA, Eli. *Companhia aberta: objeto social e operações de risco*. Tese de Doutorado - Doutorado em Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2012.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. *Direitos difusos dos investidores no mercado de capitais*: repressão ao insider trading. In: Revista de direito empresarial- ReDE. São Paulo: Revista dos Tribunais, v.2, no.2, mar.-abr., 2014, p. 159 – 185.

MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *A concomitância de ações coletivas, entre si, e em face das ações individuais*. RT, v. 782, p. 20, São Paulo, dez. 2000.

_____. *Ação civil pública*. 8 ed. São Paulo: RT, 2002.

_____. *Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 7.12.89*. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano. 78, vol. 650, dez. 1989, pp. 31-39.

_____. *Ação Popular*, 4ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

_____. *Divergência Jurisprudencial e Súmula Vinculante*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

_____. *Interesses difusos e coletivos*. RT. v. 747, São Paulo: RT, jan. 1998, pp. 67-84.

_____. *Interesses difusos*: conceito e colocação no quadro geral dos "interesses". Revista de Processo, v. 55, p. 165 – 179, São Paulo, RT, jul.-set. 1989.

_____. *Interesses Difusos - Conceito e Legitimação para Agir,* 2ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991.

_____. *Jurisdição coletiva e coisa julgada*. Teoria geral das ações coletivas. São Paulo: RT, 2007.

_____. *O Manual do Consumidor em Juízo*. São Paulo: Saraiva, 2001.

_____. *Uma análise comparativa entre os objetos e as legitimações ativas das ações vocacionadas à tutela dos interesses metaindividuais*: mandado de segurança coletivo, ação civil pública, ações do código de defesa do consumidor e ação popular. Justitia. n. 160, p. 181 – 203. São Paulo: 1992.

MARANHÃO, Clayton. *Nota crítica ao instituto da ação coletiva passiva no direito brasileiro*. Juris plenum, v. 12, n. 67, p. 65-68, jan. 2016.

MARIANI, Rômulo Greff. *Arbitragens coletivas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2015.

MARINONI, Luiz Guilherme. *Ações inibitória e de ressarcimento na forma específica do Anteprojecto de Código Modelo de Processo Colectivos para Iberoamérica*. Revista Forense, Rio de Janeiro, v. 101, n. 381, p. 121-134, set./out. 2005.

MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1995.

MARTINS, Ives Gandra da Silva. *Ação civil pública para defesa de direitos individuais disponíveis e divisíveis – Inadequação do veículo processual – Constitucionalidade de taxas para prestação de serviços públicos específicos e divisíveis da Prefeitura de Taubaté*. Revista de Processo, v. 75, São Paulo: RT, jul.-set. 1994, pp. 246 – 261.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário*. Revista de Direito Mercantil 59, p. 30 – 55. São Paulo: RT. jul.-set. 1985.

MAURO, Adalgiza Paula Oliveira. *Direitos individuais homogêneos*: extensão e limites de defesa pela via processual coletiva. Revista nacional de direito e jurisprudência, v. 9, n. 100, p. 22-31, abr. 2008.

MAZZEI, Rodrigo; e NOLASCO, Rita Dias (coords.). *Apontamentos sobre o processo das ações coletivas. Direito Processual Coletivo*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41.

MAZZILLI, Gustavo Moreira. *Breves comentários sobre a defesa coletiva dos investidores em mercados de capital*. III Jornada de Direito Processual Civil. p. X – X. Brasília: Escola de Magistratura Federal da 1ª Região, 2014.

MAZZILI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo*. 19. ed. São Paulo: Saraiva. 2010.

_____. *O processo coletivo e o CPC de 2015*. In: Novo Código de processo civil: impactos na legislação extravagante e interdisciplinar. São Paulo: Saraiva, 2016, v. 2, p. 69-91.

_____. *Tutela dos interesses difusos e coletivos.* 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Mandado de segurança, Ação popular, Ação Civil Pública, Mandado de Injunção, "Habeas Data,* 16ª edição (atualizada por Arnold Wald), São Paulo: Malheiros, 1995.

MENDES, Aluízio Gonçalves de Castro. *Ações coletivas no direito comparado e nacional*. São Paulo, RT, 2. ed. 2010.

_____. *O Código Modelo de Processos Coletivos para os Países Ibero-Americanos*. In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Coords.). Processo civil coletivo. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MENDES, Givago Dias. *Ação Civil Pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários*. In: XXV Congresso Nacional do Conpedi - Cidadania e Desenvolvimento Sustentável, 2016, Curitiba-PR. XXV CONGRESSO DO CONPEDI - CURITIBA PROCESSO, JURISDIÇÃO E EFETIVIDADE DA JUSTIÇA III. Florianópolis - SC: Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-graduação em Direito - CONPEDI, 2016. pp. 131-149.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. *Sistemas financeiros do Mercosul*: estrutura, financiamento de longo prazo e interpenetração de capitais. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1796&tp=a

MILLER, Arthur R. *Of Frankstein monsters and shining knights*: myth, reality, and the class action problem. Harvard Law Review, v. 92, p. 664 – 694, 1979.

_____. *Problems in administering judicial relief in class action under Federal Rule 23(b)(3)*. Federal Rules Decisions. St. Paul, MN: West Publishing, 1972.

MIRANDA. Pontes. Tratado de Direito Privado. São Paulo: Saraiva, 2012, tomo 1.

MIRRA, Álvaro Luiz Valery. *A coisa julgada nas ações para tutela de direitos difusos*. RT, v. 631, São Paulo, maio 1988.

_____. *Interesses difusos*: a ação civil pública e a constituição. Revista de Informação Legislativa n. 94, p. 169 – 174, abr.-jun. 1987.

MOORE, James William et al. *Federal practice*. 3 ed. New York: Lexis Pub., 1997.

_____; COHN, Marcus. *Federal class actions*. Jurisdictions and effect of judgement. Chicago: Northwestern University Press, 1938.

MOREIRA, Alberto Camiña. *A ação civil pública da Lei 7.913/89 entre o direito coletivo e o direito societário*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 313-363.

MOREIRA, José Carlos Barbosa. *A ação popular do direito brasileiro como instrumento de tutela jurisdicional dos chamados "interesses difusos"*. Revista de Processo, vol. 28, out.-dez. 1982, pp. 7-19.

_____. *Tutela jurisdicional dos interesses coletivos ou difusos*. Revista de Processo, São Paulo, v. 39, p. 57-77, jul./set. 1985.

MOREIRA, Alberto Camiña. *A Ação Civil Pública da Lei 7.913/89 entre o Direito Societário Coletivo e o Direito Societário*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz

Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 314-363.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os princípios informadores do direito do mercado de capitais*. Aspectos atuais do direito financeiro e do mercado de capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

MULLENIX, Linda S. *Civil procedure*: class actions. New York: Foundation Press, 2000.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). Processo societário.

NALINI, José Renato. *O juiz e a proteção dos interesses difusos*. Revista dos Tribunais, v. 680, São Paulo, jun. 1992, pp. 260-267.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Comentários ao tratamento jurídico conferido aos investidores no mercado financeiro e de capitais enquanto consumidores de produtos e serviços*: aspectos do regime do direito do consumidor aplicáveis aos mercados financeiro e de capitais no direito brasileiro. Revista luso-brasileira de direito do consumo, v. 5, n. 17, mar. 2015, pp. 231-255.

NEEMAN, Zvika; KLEMENT, Alon. *Incentive structures for class action lawyers*. Cambridge, MA: Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper n. 329, 2001.

NEGRÃO, Ricardo. *O fundamento jurídico da legitimação ativa na ação coletiva*. Dissertação de mestrado, São Paulo, PUC, 2000.

NERY JR., Nelson. *O processo civil no Código de Defesa do Consumidor*. Resista de Processo n. 61. São Paulo: RT, janeiro/março de 1991.

NERY JR., Nelson et al. *A ação civil pública*. Revista de Processo, v. 31, p. 224 – 232, São Paulo, RT, jul.-set. 1983.

_____. *Princípios do Processo Civil na Constituição Federal*, 6ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

NERY JR., Nelson; NERI, Rosa. *Código de Processo Civil Comentado*. 2. Ed. São Paulo: ed. RT, 1996.

NEVES, Daniel Amorim Assumpção. *Manual de processo coletivo*: volume único. 2. ed. São Paulo: Método, 2014.

NEWBERG, Herbert B. *Newberg on class actions*. 3 ed. Colorado: Shepard's/McGrawHill, 1992. v. 1 a 5.

_____. *Of legalized blackmail and legalized theft*: consumer class actions and the substance-procedure dilemma. Southern California Law Review, v. 47, p. 842 – 900, 1974.

OLIVEIRA, Francisco Antonio de. *Ação civil pública*: enfoques trabalhistas. 3. ed. São Paulo: LTr, 2012.

PACE, Nicholas M. et al. *Class actions dilemmas*: pursuing public goals for private gain. Santa Monica, CA: Rand Institute for Civil Justice, 2000.

PACHECO, Silva. *Evolução do Processo Civil Brasileiro,* 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

PEIXOTO, Bruno Lana; ARAÚJO, Marina. *A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma análise Teleológica à Luz do Direito Norte Americano*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 279-311.

PRADO, Viviane Muller. *Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 365-427.

PEIXOTO, Bruno Lana; Araújo, Marina. *A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma Análise Teleológica à Luz do Direito Norte-Americano*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD,

Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 279-311.

PEREIRA, Milton Luiz. *Amicus curiae* – Intervenção de terceiros. Revista de Processo. v. 109. p. 39 – 44. São Paulo: RT. jan.-mar. 2003.

PEREIRA, Renato Bretz. *Class action*. De Jure: revista jurídica do Ministério Público do Estado de Minas Gerais, n. 9, p. 337-352, jul./dez. 2007.

PERINO, MICHAEL A. *Securities litigation after the reform act*. Chicago, IL: CCH Inc., 2000.

PINHO, Humberto Dalla Bernardina de. *As Ações Coletivas no Direito Brasileiro: aspectos gerais, evolutórios e algumas controvérsias, in* Revista Dialética de Direito Processual, volume 11, pp 78/90, São Paulo: Oliveira Castro, 2004.

_____. *Ações de Classe. Direito Comparado e Aspectos Processuais Relevantes, in* Revista da Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro – EMERJ, nº 18, vol. 05, 2002, p. 141 – 155.

_____. *A Dimensão da Garantia do Acesso à Justiça na Jurisdição Coletiva, in Juris Poiesis* - Revista dos Cursos de Direito da Universidade Estácio de Sá, vol. 5, Rio de Janeiro, 2002, p. 21 – 30.

_____. *Direito Individual Homogêneo e legitimidade do Ministério Público: visão dos Tribunais Superiores, in* Revista da Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro – EMERJ, volume 07, nº 26, Rio de Janeiro, 2004, p. 246 – 264.

_____. *A Tutela do Interesse Coletivo como Instrumento Polarizador da Participação do Ministério Público no Processo Civil Brasileiro*. Artigo publicado na Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro, vol. 13, p. 159 – 174, na Revista da Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro – EMERJ, nº 16, vol. 04, 2001, p. 174 – 191.

PLAGER, S. Jay; NAGEL, Ilene H.; GARTH, Bryant. *The institution of the private attorney general*: perspectives from an empirical study of class action litigation. Southern California Law Review. v. 61. p. 353 – 398, 1988.

REGO, Hermenegildo de Souza. *Interesses difusos e conceitos tradicionais da legitimação "ad causam", interesse de agir, representação, substituição processual e limites subjetivos e objetivos da coisa julgada*. Revista de Processo. v. 43, jul.-set. 1986, pp. 260 – 277.

RHODE, Deborah L. *Class conflicts in class actions*. Stanford Law Review. v. 34. p. 1.183 – 1.262, 1982.

ROCHA, Ibraim José das Mercês. *A ação coletiva no direito americano*: uma interpretação de seus fundamentos. Revista forense, v. 108, n. 416, p. 153-179, jul./dez. 2012.

ROCHA, Luciano Velasque. *Por uma conceituação de ação coletiva*. Revista de Processo. v. 107. p. 269 – 277. São Paulo: RT. jul.-set. 2002.

RODRIGUES, Marcelo Abelha. *Observações críticas acerca da suspensão de segurança na Ação Civil Pública (art. 4o da Lei 8.437/1992 e art. 12, § 1o, da LACP)*. In: MILARÉ, Edis. A ação civil pública após 20 anos: efetividade e desafios. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

ROMANO, R. *Less is more*: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance. Yale Journal of Regulation, n. 2, v. 18, p. 174-252, 2001.

ROSENFIELD, Maurice; KALVEN JR., Harry. *The contemporary function of the class suit*. The University of Chicago Law Review. v. 8. p. 684 – 721, 1941.

ROSMARIN, Yvonne W.; EDELMAN, Daniel A. *Consumer class actions*: a practical litigation guide. 3 ed. Boston: National Consumer Law Center, 1995.

RULE 23. FEDERAL RULES OF CIVIL PROCEDURE (F.R.C.P.). The Committee on de Judiciary House of Representatives, U.S. Government Printing Office, Washington.

SADEK, Maria Tereza. *Acesso à Justiça*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer. 2001.

SAES, Alexandre Macchione. *Dependência brasileira*: quarenta anos de restrição ao financiamento da economia nacional (1964-2004). Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://www.klepsidra.net/klepsidra24/dependencia.htm

SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*, v. III, p. 18, São Paulo, Inst. Adv.-Resenha Tributária, 1980.

SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Responsabilidades por acidentes de consumo*. Revista do Ministério Público do Rio Grande do Sul. Porto Alegre. n. 36. 1995.

SANTOS, Carlos Frederico. *O processo coletivo e o ônus da prova*: Projeto de lei n. 5.139/2009. Boletim científico da Escola Superior do Ministério Público da União, v. 11, n. 39, p. 11-24, jul./dez. 2012.

SCHWARTZ, Victor E. APPEL, Christopher E. *Rebutting the Fraud on the Market Presumption in Securities Fraud Class Actions: Halliburton II Opens the Door*. Michigan Business & Entrepreneurial Law Review. Volume 5. Issue 1. 2016. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1036&context=mbelr.

SHEPERD, Stewart R. *Damage distribution in class actions*: the cy près remedy. University of Chicago Law Review, v. 39, p. 448 – 465, 1971-72.

SHULMAN, Zachary. *Fraud-on-the-Market Theory After Basic Inc. v. Levinson.* Cornell Law Review. Volume 74. Issue 5. July 1989. Article 13. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3430&context=clr.

SPENCE, Susan T. *Looking Back . . . In a Collective Way*. A short history of class action law. Volume 11, Number 6 - July/August 2002. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://apps.americanbar.org/buslaw/blt/2002-07-08/spence.html

SILVA, Geocarlos Augusto Cavalcante da. *Interrupção da prescrição para propositura de ação individual através da ação civil pública.* Revista de processo, v. 42, n. 263, p. 207-232, jan. 2017.

SOLOVY, Jerold S.; REFO, Patrícia Lee; BAHE-JACHNA, Ruth A. *Class action controversies*. In: BLOCK, Denis J.; LERACH, Willian (orgs.). Class and derivative litigation in the 1990's – The new battleground. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall Law & Business, 1992.

STEFFEN, Helen Cristina; ZANINI, Francisco Antônio Mesquita. *Abertura ou Não de Capital no Brasil*: Uma Análise Prática da Percepção dos Executivos Financeiros. Revista Brasileira de Finanças, v. 12, n. 4, 2014, pp. 597-642.

SZTAJN, Rachel. *Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 93, janeiro/março 1994, pp. 104-108.

_____. *Regulação e mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 135, julho/setembro 2004, pp. 136-147.

TALAMINI, Eduardo. *Cabimento da arbitragem envolvendo sociedade de economia mista dedicada à distribuição de gás canalizado*. Revista Brasileira de Arbitragem. n. 4. out.-dez. 2004. P.44-64.

TANJI, Marcia. *Mercado de capitais brasileiro e a tutela coletiva dos interesses*. Dissertação –Mestrado em Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2009.

TARUFFO, MICHELE. *I limitti soggettivi del giudicato e le class action*. Rivista di Diritto Processuale. v. 1, p. 609 – 636, Padova, Cedam, 1969.

_____; Hazard Jr., Geoffrey C. *La giustizia civile negli Stati Uniti*. Bologna: Il Mulino, 1993.

_____. *Observações sobre os Modelos Processuais de civil law e de common law*, REPRO, vol. 110, Ano 28, São Paulo: Revista dos Tribunais, abril – junho / 2003, p. 141/158.

TAVARES, Osvaldo Hamílton Tavares. *A CVM como "amicus curiae"*, Revista dos Tribunais, ano 82, v. 690, abril 1993, p. 286-287.

TESHEINER, José Maria. *Ações de classe nos Estados Unidos da América do Norte: histórico, características, o Cafa (Class Action Fairness Act of 2005) e a ação ajuizada contra a Petrobrás na Corte de New York*. Revista dos tribunais, São Paulo, v. 105, n. 971, set. 2016, pp. 93-116.

THEODORO JÚNIOR. Humberto. *Direitos do Consumidor*. Rio de Janeiro: Forense. 2000.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89* – A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, ano XXIX, v. 80, São Paulo, out.-dez. 1990, pp. 138-148.

TONIN, Mayara Gasparoto. *Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (enforcement) no mercado de valores mobiliários brasileiro*. Revista de Direito Empresarial: ReDE, vol. 9, maio/jun. 2015, pp. 263-295.

TRINDADE, Marcelo. *As novas regras dos EUA e o mercado de capitais no Brasil*. Jus Navigandi. Teresina, ano 7, n. 60, nov. 2002. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em http://www.conjur.com.br/2002-set-16/novas_regras_mercado_capitais_brasil.

TUCCI, José Rogério Cruz e. *Ação civil pública e Ministério Público*: exorbitância refreada pelos tribunais. Processo civil – Realidade e justiça – 20 anos de vigência do CPC. São Paulo: Saraiva, 1994.

_____. *Class action e mandado de segurança coletivo*. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. *Tempo e processo: uma análise empírica das repercussões do tempo na fenomenologia processual (civil e penal)*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais. 1997.

TUCCI, Rogério Lauria. *Ação civil pública*. Revista de processo, v. 65, p. 182 – 198, São Paulo, RT, jan.-mar. 1992.

UNITED STATES SENATE. *Hearings before the subcommittee on judicial machinery of the committee on the Judiciary*. Ninety-fifth congress, second session on reform of class action litigation procedures. Washington, DC: U.S. Government Printing Office, 1979.

VENTURI, Elton. *Execução da tutela coletiva*. São Paulo: Malheiros, 2000.

_____. *Processo civil coletivo*: a tutela jurisdicional dos direitos difusos, coletivos e individuais homogêneos no Brasil. Perspectivas de um Código Brasileiro de Processos Coletivos. São Paulo: Malheiros, 2007.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Notas sobre o regime jurídico das ofertas ao público de produtos, serviços e valores mobiliários no direito brasileiro* – Uma questão de complementação da proteção de consumidores e de investidores. Revista de Direito Mercantil, ano XXXXVI, v. 105, jan.-mar. 1997, pp. 75-83.

VIDOR, George. *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Ação civil pública*: Lei n. 7.347-85 e legislação posterior: defesa coletiva da pessoa portadora de deficiência, da criança e do adolescente, do consumidor e do patrimônio público / José Marcelo Menezes Vigliar. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

_____. *A causa de pedir e os interesses individuais homogêneos*. In: TUCCI, José Rogério et al. Causa de pedir e pedido no processo civil: questões polêmicas. São Paulo: RT, 2002.

_____. *A Lei 9.494, de 10 de setembro de 1997, e a nova disciplina da coisa julgada nas ações coletivas*: inconstitucionalidade. Revista do Instituto de Pesquisas e Estudos – Divisão Jurídica, n. 23, p. 49 – 59, Bauru, ITE, ago.-nov. 1998.

_____. *Ação civil pública ou ação coletiva?* In: MILARÉ, Édis (coord.). Ação civil pública – Lei 7.347/1985 – 15 anos. São Paulo: RT, 2001, pp. 400-416.

_____. *Interesses individuais homogêneos em juízo*. 3. ed., São Paulo: Atlas, 2013.

_____. *Interesses individuais homogêneos e seus aspectos polêmicos*. São Paulo: Saraiva, 2003.

_____. *Tutela jurisdicional coletiva*. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2001.

VITORELLI, Edilson. *O devido processo legal coletivo*: dos direitos aos litígios coletivos. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2016.

WALD, Arnoldo. *A Responsabilidade da Companhia Aberta pelos Prejuízos Decorrentes de Omissão de Fatos Relevantes e da Divulgação de Demonstrações Financeiras com Informações Falsas ou Distorcidas*. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coord.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo, Quartier Latin do Brasil, 2018. pp. 81-171.

_____. *Usos e abusos da ação civil pública (análise de sua patologia)*. Revista Forense, v. 329, p. 3, jan.-mar. 1995.

_____. *Irresponsabilidade da sociedade anônima por decisões nulas ou abusivas da assembléia geral*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, nova série, v. XII, n. 12, 1973, pp. 11-18.

_____; EIZIRIK, Nelson. *O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, RT, v. 61, p. 5-21, jan.-mar. 1986.

WATANABE, Kazuo. *As garantias do cidadão na justiça*. Autoria coletiva, coordenação do Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, São Paulo, Saraiva, 1993.

WATANABE, Kazuo et al. *Apontamentos sobre: "tutela jurisdicional dos interesses difusos (necessidade de processo dotado de efetividade e de aperfeiçoamento permanente dos juízes e apoio dos órgãos superiores da justiça em termos da infra-estrutura material e pessoal)"*. In: Milaré, Édis (coord.). Ação civil pública: Lei 7.347/85 – Reminiscências e reflexões após dez anos da aplicação. São Paulo: RT, 1995.

_____. *Demandas coletivas e os problemas emergentes da práxis forense*. A garantia do cidadão na justiça. São Paulo: Saraiva, 1993; Revista de Processo, v. 67, p. 15 – 25, São Paulo, RT, jul.-set. 1992.

_____. *Tutela jurisdicional dos interesses difusos*: a legitimição para agir. In: Grinover, Ada Pellegrini. A tutela dos interesses difusos. São Paulo: Max Limonad, 1984; Revista de Processo, v. 34, p. 197 – 206, São Paulo, RT, abr.-jun. 1984; RJTJESP, v. 88, p. 15 – 21.

WECHSLER, Stuart D. *New directions in securities litigation*. New York: Practising Law Institute, 1976.

_____. *New trends in securities litigation*. New York: Practising Law Institute, 1979.

WEINSTEIN, Jack B. *Individual justice in mass tort litigation*: the effect of class actions, consolidations, and other multiparty devices. Evanston, IL: Northwestern University Press, 1995.

WEISS, Elliott J.; BECKERMAN, *John S. How institutional investors can reduce agency cost in securities class actions*. The Yale Law Journal, v. 104. P. 2.053 – 2.127, 1995.

WILLGING, Thomas E.; HOOPER, Laural L.; NIEMIC, Robert J. *An empirical analysis of Rule 23 to address the rulemaking challenges*. New York University Law Review, n. 1, v. 71, p. 74 – 179, apr.-may 1996.

WOLKMER, Antonio Carlos, LEITE, José Rubens Morato. *Os Novos Direitos no Brasil* – natureza e perspectivas, São Paulo, Saraiva, 2003, p. 04 – 30.

WRIGHT, Charles Alan; KANE, Mary Kay; MILLER, Arthur R. *Federal practice and procedure*. 2. ed. St. Paul, MN: West Publising, 1986. V. 7A-7B.

YARSHELL, Flávio Luiz. *Observações a propósito da liquidação na tutela de direitos individuais homogêneos*. In: WAMBIER, Tereza Arruda Alvim (coord.). Atualidades sobre liquidação de sentença. São Paulo, RT, 1997.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YEAZELL, Stephen C. *From medieval group litigation to the modern class actions*. New Haven: Yale University Press, 1987.

_____. *From group litigation to class action* – Part. I: The industrialization of group litigation. UCLA Law Review, 27, p. 514 – 564, 1980.

_____. *From group litigation to class action* – Part. II: Interest, class, and representation. UCLA Law Review, 27, p. 1.067 – 1.121, 1980.

_____. *Group litigation and social context*: toward a history of the class action. Columbia Law Review, v. 866, 1977.

YOSHIDA, Consuelo Y. M. *Eficácia das tutelas urgentes nas ações coletivas*: efeitos dos recursos. Suspensão de liminar e de sentença. In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Coords.). Processo civil coletivo. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

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

ZANUTTIGH, Loriana. *Intervenção (no Congresso de Pavia)*. Le azioni a tutela di interessi collettivi. Padova: Cedam, 1976.

ZAVASCKI, Teori Albino. *Defesa de direitos coletivos e defesa coletiva de direitos*. Revista Forense, ano 91, v. 329, jan.-mar. 1995. pp. 147-160.

_____. *O Ministério Público e a defesa de direitos individuais homogêneos*. Revista Trimestral de Direito Público, n. 7, p. 148 – 158, São Paulo: Malheiros, 1994.

_____. *Processo coletivo*: tutela de direitos coletivos e tutela coletiva de direitos, 6ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

_____. *Tutela jurisdicional dos acionistas e investidores do mercado de valores mobiliários*. Simpósio sobre direito dos valores mobiliários. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 1998, pp. 1 – 13.

ZUFELATO, Camilo. *Coisa julgada coletiva*. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Tutela jurisdicional coletiva dos investidores no mercado de capitais e dos sócios minoritários e a judicialização da negativa de fusão entre Pão de Açúcar e Carrefour*. Revista de Processo, v. 233, jul. 2014, pp. 151-211.

Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo. Acesso em 1 de agosto de 2018. Disponível em https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf