

GUILHERME SETOGUTI JULIO PEREIRA

**A EFETIVIDADE DO MODELO BRASILEIRO DE CUMPRIMENTO FORÇADO DE
NORMAS CIVIS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Titular Dr. Flávio Luiz Yarshell

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO-SP

2017

GUILHERME SETOGUTI JULIO PEREIRA

**A EFETIVIDADE DO MODELO BRASILEIRO DE CUMPRIMENTO FORÇADO DE
NORMAS CIVIS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Processual (DPC), sob a orientação do Professor Titular Dr. Flávio Luiz Yarshell.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO-SP

2017

BANCA EXAMINADORA

Prof. Titular Dr. Flávio Luiz Yarshell (orientador)

Professor _____

Professor _____

Professor _____

Professor _____

“Say a word for Jimmy Brown

He ain't got nothing at all

Not a shirt right of his back

He ain't got nothing at all”

(Velvet Underground – *Sweet nothing*)

“Well the comedown here was easy

Like the arrival of a new day

But a dream like this gets wasted without you

Under the pressure is where we are”

(The War on Drugs – *Under the pressure*)

AGRADECIMENTOS

Após mais de três anos imerso na empreitada que resultou neste trabalho, são muitas as pessoas a quem devo agradecer.

O primeiro agradecimento endereço ao Professor Flávio Luiz Yarshell, pela orientação segura e por ter acreditado na tese. Como já destaquei nos agradecimentos que constaram de minha dissertação de mestrado, tenho grande honra e enorme satisfação de ser seu aluno há doze anos, desde o segundo ano da graduação.

Agradeço aos Professores Carlos Alberto de Salles e Eduardo Secchi Munhoz pelas observações feitas durante a banca de qualificação, fundamentais para o amadurecimento do trabalho. Agradeço também aos Professores Ada Pellegrini Grinover, Alexandre Pinheiro dos Santos, Antonio do Passo Cabral, Antonio Gidi, Calixto Salomão Filho, Daniel Mitidiero, Edilson Vitorelli, Eduardo Secchi Munhoz, Érica Gorga, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, José Rogério Cruz e Tucci, Marcelo Trindade, Nelson Eizirik, Luiz Guilherme Marinoni, Otavio Yazbek, Paulo Cezar Aragão, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Viviane Muller Prado, por gentilmente terem se disposto a discutir comigo algumas das ideias aqui defendidas.

Aos amigos Adriano Scalzaretto, Álvaro Bayeux, Ana Beatriz Martucci Nogueira, André Antunes Soares Camargo, André Grünspun Pitta, Bruno Salles Ribeiro, Camilo Gomide, Carlos Eduardo Nakashima, Daniel Carnaúba, Daniel Menezes Pereira, Danilo Cymrot, Diego Kosbiau, Diogo Nebias, Fernando Carnaúba, Erik Frederico Oioli, Gabriel Pinto, Gabriel Saad Kik Buschinelli, Gabriel Vituri, Gabriela Rocha, Guilherme Lippi, Guilherme Recena Costa, Igor Bimkowski Rossoni, João Eduardo Gomide de Paula, João Paulo Hecker da Silva, José Carlos Callegari, José Luiz Bayeux Neto, José Romeu Amaral Jr., Lucas Akel Filgueiras, Luís André Negrelli Azevedo, Luís Gustavo Meneguetti Afonso, Luiz Guilherme Pansani Simões, Marcelo Golfetti Pacheco, Marcelo Vieira von Adamek, Marcos Lino, Mariana Martins-Costa Ferreira, Mariana Uchida, Mariela Lamberti, Mário Frugiele, Maristela Rossetti, Nayara Meress, Newton Marzagão, Paulo Mattar Filho, Paulo Penteado Neto, Paulo Talarico, Pedro Benradt, Renato Rosa, Rodrigo Ramina, Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Sérgio Seleme, Thiago Saddi Tannous, Tiago Adão, Viviane Siqueira Rodrigues e Walfrido Jorge Warde Jr., meus agradecimentos pela

convivência, amizade e bons momentos compartilhados. Agradeço também à amiga Ana Luiza Tesser Arguello, pela ajuda com a revisão.

Meus agradecimentos à Fernanda Neves Piva, pelo carinho durante a elaboração da tese e pela contribuição inestimável com levantamento de material, revisão do trabalho e excelentes sugestões feitas ao texto.

Por fim, meu muito obrigado a meus pais e ao meu irmão Rafael, com todo meu amor e carinho.

RESUMO

Guilherme Setoguti Julio Pereira. *A efetividade do modelo brasileiro de cumprimento forçado de normas civis no mercado de valores mobiliários*. 2017. 241p. Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Esta tese propôs-se a estudar, por meio de uma abordagem crítica e multidisciplinar, o modelo brasileiro de cumprimento forçado (*enforcement*) de normas civis no âmbito do mercado de capitais, especialmente no que diz respeito aos seus mecanismos indenizatórios. O trabalho partiu do diagnóstico de que o referido sistema é inefetivo, para, firmada essa premissa, sustentar que esse estado de coisas se deve, em alguma medida, a deficiências da legislação processual civil. A fim de superar essa situação, o trabalho defende o argumento de que, para além de soluções interpretativas da legislação vigente e de modificações dessa mesma legislação (sugestões também feitas ao longo da pesquisa), é possível uma *saída contratual*, a fim de que companhias, acionistas e investidores possam, valendo-se da cláusula geral de convenção processual (Código de Processo Civil, art. 190), suprir boa parte desses gargalos processuais. A tese, assim, propõe o emprego dessa regra como ferramenta de superação dos problemas de *enforcement* no mercado de capitais brasileiro, e sugere, sem pretensão de exaustão, algumas situações concretas em que pode se dar tal aplicação.

Palavras-chave: *Enforcement* – Mercado de valores mobiliários – Convenções processuais – Arbitragem – Tutela coletiva – Autorregulação.

ABSTRACT

Guilherme Setoguti Julio Pereira. *The effectiveness of the Brazilian model of enforcement of civil rules in the securities markets*. 2017. 241p. Doctorate. São Paulo: Faculty of Law, University of Sao Paulo, São Paulo.

The purpose of this thesis is to study, through a critical and multidisciplinary approach, the Brazilian model of enforcement of civil rules in the capital markets, especially its indemnification mechanisms. The starting point of the study is the diagnosis of ineffectiveness of this Brazilian model and, once this premise is established, this study purports to show that this state of affairs is the result of, to some extent, deficiencies in civil procedural law. In order to overcome this situation, this study advances the argument that, in addition to solutions based on the interpretation of and amendments to the applicable law (which are also suggested throughout the research), it is possible to find a *contractual solution*, enabling companies, shareholders and investors to deploy the general provision of procedural convention (Brazilian Code of Civil Procedure, Article 190), eliminating most of these procedural bottlenecks. Accordingly, this thesis proposes the application of this rule as a tool to overcome enforcement issues in the Brazilian capital markets, suggesting, on a non-exhaustive basis, some concrete cases in which this rule can be applied.

Keywords: Enforcement – Capital markets – Procedural contracts – Arbitration – Collective redress – Self-regulation.

RIASSUNTO

Guilherme Setoguti Julio Pereira. *L'effettività del modello brasiliano di adempimento forzoso di norme civili nel mercato di valori mobiliari*. 2017. 241p. Dottorato. São Paulo: Facoltà di Giurisprudenza, Università di São Paulo, São Paulo.

Questa tesi si è proposta di studiare, per mezzo di un approccio critico e multidisciplinare, il modello brasiliano di adempimento forzoso (*enforcement*) di norme civili nell'ambito del mercato di capitali, soprattutto per quanto riguarda i suoi meccanismi di indennità. Il lavoro è iniziato dalla constatazione che il suddetto sistema è inefficace, per, data questa premessa, sostenere che lo stato delle cose si deve, in qualche misura, all'insufficienza della legislazione processuale civile. Con l'obiettivo di superare tale situazione, il lavoro difende che, al di là delle soluzioni interpretative della legislazione vigente e dei suoi cambiamenti (suggerimenti fatti anche nel corso della ricerca), è possibile una *via d'uscita contrattuale*, affinché compagnie, azionisti e investitori possano, valendosi della clausola generale di convenzione processuale (Codice di Processo Civile, art. 190), provvedere grande parte di queste strozzature processuali. La tesi, così, propone l'impiego di questa regola come mezzo di superamento dei problemi di *enforcement* nel mercato di capitali brasiliano, e suggerisce, senza la pretesa di esaurire il tema, alcune situazioni concrete in cui si possa dare tale applicazione.

Parole chiave: Enforcement – Mercato di capitali – Convenzioni processuali – Arbitrato – Tutela collettiva – Autoregolazione.

SUMÁRIO

CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS	13
1. Delimitação do objeto: a hipótese e a tese	13
2. Acesso à justiça (admissão em juízo e modo-de-ser do processo)	17
3. A solução proposta: a saída pela via contratual	19
4. A contribuição original à ciência jurídica brasileira	22
5. Observações terminológicas	23
6. Plano do estudo	24
CAPÍTULO I – A CORRELAÇÃO ENTRE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E CUMPRIMENTO FORÇADO DE NORMAS	26
7. Relevância da efetividade do sistema de cumprimento forçado de normas para o mercado de valores mobiliários	26
7.1. O risco do excesso de <i>enforcement</i> : a busca do ponto ótimo.....	28
8. O debate a respeito dos modelos de <i>enforcement</i> : público, privado ou misto?	30
9. A importância do direito processual na implementação de um modelo adequado de <i>enforcement</i>	35
10. Interesses tutelados: individuais e transindividuais	38
10.1. Unitariedade e “molecularização” dos interesses: necessidade de mecanismos de litigância agregada e substituição processual.....	41
11. A efetividade do sistema brasileiro de <i>enforcement</i>	45
CAPÍTULO II. ACESSO À JUSTIÇA: ÓBICES PROCESSUAIS À CONSECUÇÃO DA TUTELA INDENIZATÓRIA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO ..	54
12. Ações indenizatórias previstas pela Lei das S/A	54
12.1. Cabimento de ação indenizatória contra acionista controlador?	58
12.2. Pisos de legitimação: o temor de ações abusivas (<i>strike suits</i>)	63
12.3. Caução (Lei das S/A, art. 246, § 1º, “b”)	66
13. Ação direta contra a companhia?	69
13.1. O problema da circularidade	71
14. Tutela coletiva: a Lei 7.913/89	73
14.1. Legitimidade ativa.....	74

14.1.1. Ministério Público	74
14.1.2. Associações	75
14.1.3. CVM.....	79
14.1.4. A ausência de legitimidade do particular	82
14.1.5. Controle da representatividade adequada.....	85
14.2. Liquidação da sentença coletiva.....	87
14.3. Destinação da indenização residual: o Fundo de Defesa de Direitos Difusos	89
14.4. Coisa julgada coletiva	91
14.5. Transação e compromisso de ajustamento de conduta	94
15. Regime financeiro do processo.....	98
15.1. Despesas processuais: ônus de antecipação	102
15.2. O regime financeiro das ações derivadas da Lei das S/A	106
15.3. Honorários de advogado	108
15.4. Prêmio	112
15.5. Financiamento por terceiros	114
16. Arbitragem.....	117
16.1. Arbitragem e mercado de capitais: as alegadas vantagens da arbitragem	117
16.2. A peculiaridade do sistema brasileiro: o art. 136-A da Lei das S/A e a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM)	120
16.3. Barreiras de entrada.....	125
16.4. Custo	125
16.5. Confidencialidade	127
16.5.1. Os problemas da confidencialidade.....	130
16.5.1.1. Assimetria de informações	130
16.5.1.2. Formação do direito.....	134
16.6. Instrumentalidade da arbitragem.....	135
16.6.1. Confidencialidade atenuada.....	138
16.6.2. Comunhão de interesses e litisconsórcio unitário	141
16.6.3. Facilitação da intervenção de terceiros.....	142
16.3.4. Formação do tribunal arbitral	144
16.7. Arbitragem e litigância agregada: meio adequado? Arbitragem coletiva.....	147
17. A função indenizatória desempenhada pela CVM	149
17.1. Função sancionadora.....	151

17.2. Função reparatória: o calcanhar de Aquiles	152
17.2.1. Termo de compromisso	153
17.2.1.2. Obstáculos à celebração de termos de compromisso	155
17.2.1.3. Identificação e comunicação dos prejudicados	157
17.1.2.4. Quantificação dos danos.....	158
18. Ferramentas indenizatórias previstas na autorregulação: o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP)	159
19. Prova	162
19.1. Distribuição dinâmica do ônus da prova (CPC, art. 373, § 1º)	163
19.2. Hipóteses já previstas de inversão do ônus da prova em litígios societários e de mercado de capitais	166
20. Especialização e juízos empresariais	172
20.1. A CVM e as associações civis como <i>amicus curiae</i>	176
CAPÍTULO III – A SAÍDA CONTRATUAL: O HORIZONTE ABERTO PELA CLÁUSULA GERAL DE CONVENÇÃO PROCESSUAL.....	181
21. A cláusula geral de convenção processual (CPC, art. 190)	181
22. Autorregulação processual e a experiência com o Novo Mercado: melhores práticas processuais?	184
23. O estatuto social como veículo das convenções processuais.....	186
24. Duas perspectivas: vantagens e restrições a direitos	190
25. Validade das convenções processuais.....	194
26. Situações concretas	197
26.1. Legitimidade ativa <i>ad causam</i> extraordinária: a <i>class action</i> contratual	197
26.1.1. Legitimidade ativa extraordinária na arbitragem	200
26.2. Produção da prova.....	201
26.3. Incentivos econômicos	203
26.4. Financiamento do processo	204
26.5. Informação e comunicação	206
26.6. Celeridade: redução de prazos e supressão de recursos	207
26.7. Juízos empresariais e eleição de foro	207
CONCLUSÃO	209
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	211

CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS

1. Delimitação do objeto: a hipótese e a tese

Este trabalho parte do diagnóstico – razoavelmente assentado pela doutrina que se dedicou ao assunto¹ – de que o sistema brasileiro de cumprimento forçado de normas civis (*enforcement*) no âmbito do mercado de capitais brasileiro é inefetivo, para sustentar que esse estado de coisas se deve, em alguma medida, a deficiências de nosso direito processual civil.

Firmada essa premissa, a tese defende o argumento – e é aí que reside a sua principal contribuição – de que, para além de soluções interpretativas da legislação vigente e de modificações dessa mesma legislação (sugestões que também serão feitas ao longo do trabalho), é possível uma *saída contratual*, a fim de que companhias, acionistas, investidores e os reguladores do mercado valham-se da regra geral de convenção processual (CPC, art. 190) para suprir boa parte desses gargalos processuais.

¹ Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira) São Paulo: Quartier Latin: 2012, p. 79 e “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima. Importância dos mecanismos privados de efetivação dos deveres do acionista controlador e dos administradores” (no prelo), p. 12 e 20; Viviane Muller Prado e Bruno Salama, “Legal protection of minority shareholders of listed corporations in Brazil: brief history, legal structure and empirical evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, v. 4, 2011, p. 184; Viviane Muller Prado e Vinícius Correa Buranelli, “Relatório da pesquisa de jurisprudência sobre direito societário e mercado de capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo”. *Caderno Direito GV*, n. 9, jan. 2006, p. 4; Calixto Salomão Filho, “Direito societário e Novo Mercado”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 53; José Alexandre Tavares Guerreiro, “Direito das minorias na sociedade anônima”. *RDM*, n. 63, 1986, p. 111; Nelson Eizirik, “Insider trading’ e responsabilidade de administrador de companhia aberta”. In: *Questões de direito societário e mercado de capitais*, 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 61; Paulo Cezar Aragão, “A CVM em juízo: limites e possibilidades”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34. out./dez. 2006, p. 39; Osmar Brina Corrêa-Lima, *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 111; Marcelo Vieira von Adamek, *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 206 e 207; Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* (dissertação de mestrado). São Paulo: Escola de Direito da FGV. 2011, p. 105; Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, “Os empecilhos à tutela judicial dos investidores no mercado de capitais e a class action no Brasil”. In: *Processo Societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 192; e José Marcelo Martins Proença e Alberto Barbosa Jr., “Notas sobre a revisão judicial dos atos de gestão em sociedades anônimas: os tribunais judiciais podem aprender com a CVM?”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 373.

É corrente na doutrina a assertiva de que a eficiência e o grau de desenvolvimento de um dado mercado de capitais dependem da efetividade de seu sistema de cumprimento forçado de normas.² Chega a ser um truísmo, ademais, afirmar que as normas processuais desempenham um papel importante na construção de um sistema jurídico efetivo.³

Apesar disso, quase não há na literatura jurídica nacional trabalhos que tenham se dedicado a promover um estudo *sistemático* do modelo brasileiro de cumprimento forçado de normas no âmbito do mercado de valores mobiliários, sendo ainda mais raros os estudos que o tenham feito sob a ótica do direito processual civil.

² Cf. Mark Gillen e Pittman Potter, “The convergence of securities law and implications for developing securities markets”. *North Carolina Journal of International Law*, v. 24, 1998-1999, p. 123; Ziven Scott Birdwell, “The key elements for developing a securities market to drive economic growth: a roadmap for emerging markets”. *Georgia Journal of International and Comparative Law*, v. 39, 2011, p. 544 e 545; John Coffee Jr., “Law and the market: the impact of enforcement”. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 156, n. 2, dez. 2007, p. 232-234; Ronald Gilson, “Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy”. *Harvard Law Review*, v. 119, abr. 2006, p. 1.674 e 1.675; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny. “Legal determinants of external finance”. *The Journal of Finance*, v. 52, jul. 1997, p. 1.131-1.150 e “Investor protection and corporate valuation”. *The Journal of Finance*, v. 57, jun. 2002, p. 1.147-1.170; Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes e Andrei Schleifer, “What works in securities laws?”. *The Journal of Finance*, v. LXI, n. 1, fev. 2006, p. 5; Érica Gorga, “A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais”. *Revista de Administração*. v. 39, out./dez. 2004, p. 311; Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores por termo de compromisso”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 623; Eduardo Secchi Munhoz, “A importância...”, p. 78; Sheila Neder Cerezetti, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 122; Lionel Zaclis, *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 197; Ana Novaes, “Mercado de capitais: lições da experiência internacional”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (coords. Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho), Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005, p. 108; Jairo Saddi, “Qual é o melhor sistema jurídico para o mercado de capitais?”. In: *Direito societário – desafios atuais* (coords. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão). São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 223; Luiz Felipe Amaral Calabró, *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa*. São Paulo: Almedina, 2011, p. 156; Gabriel Saad Kiki Buschinelli e Rafael Helou Bresciani, “Aspectos processuais da ação de responsabilidade do controlador movida por acionista titular de menos de 5% do capital social (art. 246, § 1º, ‘b’ da Lei 6.404/76)”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 303; e Vinícius Krüger Fadanelli e Lucas Braun, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 243.

³ Cf. Theodor Baums e Kenneth Scott, “Taking shareholder protection seriously? Corporate governance in the United States and Germany”. *ECGI Law Working Paper*, n. 17, nov. 2003, p. 10; Robin Hui Huang, “Private enforcement of securities law in China: a ten-year retrospective and empirical assessment”. *The American Journal of Comparative Law*, v. 61, 2013, p. 758; e Guido Ferrarini e Paolo Giudici, “Financial scandals and the role of private enforcement: The Parmalat case”. *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 40, maio 2005, p. 3. Nesse sentido é a afirmativa de Eduardo Secchi Munhoz de que a circunstância de que o mercado de capitais brasileiro é de capital concentrado, com ampla possibilidade de extração de benefícios privados da companhia pelo acionista controlador, decorre menos de deficiências materiais da Lei 6.404/76 (“Lei das S/A”) e mais da ausência de mecanismos adequados de cumprimento de suas regras (cf. *Alienação de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 99).

O fato surpreende não só em razão da importância que os autores voltados ao estudo do direito do mercado de capitais e do direito societário atribuem à temática do *enforcement*, mas também porque a exigência de cumprimento da lei nesses âmbitos operacionaliza-se, no mais das vezes, por meio de um *processo*: a controvérsia é solucionada pela imposição de uma norma concreta, ao final de um procedimento desenvolvido sob o crivo do contraditório, no qual os envolvidos exercem situações jurídicas e têm suas esferas jurídicas afetadas pelo ato culminante do *iter* processual⁴ (item 9).

Existem inúmeras questões relacionadas à referida falta de efetividade, e a maior parte delas já foi abordada pela literatura até hoje produzida, sem que, torna-se a dizer, fosse feita uma análise sistemática. A doutrina cuidou de boa parte das questões que ora se pretende abordar, mas o fez analisando-as individualmente, sem a preocupação de avaliá-las como peças de uma engrenagem maior, qual seja, o *modelo brasileiro* a que o título deste trabalho alude.

O que ora se propõe é realizar uma leitura desse modelo, à luz da dogmática processual, na expectativa de (i) encontrar respostas que apontem para as causas dos óbices processuais à efetivação da tutela indenizatória nesse âmbito e (ii) sugerir soluções que sinalizem o desenho institucional que se deseja para o país.⁵

Uma das perguntas que este trabalho procura responder é se, para além das causas econômicas, culturais e sociais que respondem pelo atual estado de coisas, a falta de efetividade do sistema brasileiro de *enforcement* da legislação do mercado de capitais decorre, em alguma medida, de deficiências da legislação. A resposta que se defenderá é sim.⁶

⁴ Cf. Flávio Luiz Yarshell, *Curso de direito processual civil*, v. I. São Paulo: Marcial Pons, 2014, n. 238, p. 299.

⁵ Expressão de Viviane Muller Prado (cf. “Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores”, p. 37; disponível em https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores; consultado em 20.11.16).

⁶ Cf. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny, “What works...”, p. 27 e 28. John Coffe Jr. concorda com a ideia de que as normas importam, mas ressalva que a sua aplicação também é afetada por forças sociais, de modo que aquela primeira assertiva deve ser vista com um grão de sal (cf. “Do norms matter? A cross-country evaluation”. *University of Pennsylvania Law Review*, n. 149, 2000-2001, p. 2.175-2.177).

Não se desconsidera que há motivos não jurídicos responsáveis pela referida falta de efetividade. Há causas de origem econômico-cultural,⁷ como a circunstância de que o mercado acionário brasileiro é concentrado⁸ e caracterizado pela presença do investidor institucional, a quem pode não interessar confrontar o controlador ou os administradores por ele nomeados, por também ter ou poder vir a ter alguma relação com esse controlador.⁹ Uma segunda leitura é que o investidor institucional pode fazer arranjos políticos privados com o controlador, o que dispensaria a sua necessidade de recorrer ao Judiciário ou à arbitragem.¹⁰ Outro exemplo de como a realidade econômica pode impactar esse cenário é dado por levantamentos empíricos que indicam que as medidas de *enforcement* tendem a ser mais agressivas nos momentos anteriores às crises econômicas.¹¹

Deficiências do próprio direito material também respondem pelo atual quadro de inefetividade, como é o caso das disposições contidas no art. 134, § 3º da Lei 6.404/76 (Lei das S/A), que exime de responsabilidade os administradores que tenham as contas e demonstrações financeiras aprovadas sem ressalvas pela assembleia geral de acionistas,¹² e no art. 159, § 6º da mesma lei, que afasta a responsabilidade do administrador quando o julgador se convencer de que aquele agiu de boa-fé e mirando o interesse da companhia. Um terceiro exemplo, entre muitos outros, é a inaptidão do modelo de responsabilidade civil tradicional para responder adequadamente aos ilícitos de mercado, o que mostra que

⁷ Cf. Érica Gorga, “A cultura brasileira...”, p. 320 e seguintes; Eduardo Secchi Munhoz, *Aquisição de controle...*, p. 80 e 86; e Bernard Black e Reinier Kraakman, “A self-enforcing model of corporate law”. In: *Foundations of corporate law* (coord. Roberta Romano), 2ª ed. New Providence: Lexis Nexis, 2006, p. 726.

⁸ Cf. Calixto Salomão Filho, “Deveres fiduciários do controlador”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 169. Essa característica prevalece na maioria das jurisdições, com exceção de algumas poucas, como Estados Unidos e Reino Unido (cf. Ronald Gilson, “Controlling shareholders...”, p. 1.643-1.648).

⁹ Cf. Robin Hui Huang, “Private enforcement...”, p. 788; Guido Ferrarini e Paolo Giudici, “Financial scandals...”, p. 48; e Luis André Negrelli de Moura Azevedo, “Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras”. In: *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais* (coords. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro e Luis André Negrelli Azevedo). São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 247.

¹⁰ Cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, “Legal protection...”, p. 180.

¹¹ Cf. Amanda Rose e Larry LeBlanc, “Policing public companies: an empirical examination of the enforcement landscape and the role played by state securities regulators”. *Florida Law Review*, v. 65, 2013, p. 404.

¹² Cf. Marcelo Vieira von Adamek, *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2010, n. 6.2, p. 249-257; Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 63-64; José Marcelo Martins Proença e Alberto Barbosa Jr., “Notas sobre...”, p. 383-385; Alfredo Lamy Filho, “Responsabilidade dos administradores – atas aprovadas por assembleia geral – prescrição – ação proposta contra administrador”. In: *Temas de S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 285-292.

talvez seja necessário revisitar categorias como culpa, nexo causal e dano indenizável.¹³ E há muitos outros.

Temos consciência de que os problemas de efetividade de um dado sistema legal têm sempre origem em mais de uma causa. A busca por um modelo ideal de cumprimento de normas jurídicas, em qualquer ramo do direito, depende de inúmeros fatores que não apenas o texto legal. A aplicação do direito resulta não apenas de suas normas, mas de aspectos culturais e ideológicos e de instituições adequadas.¹⁴ É correto, por isso, o alerta de que para que o Estado proveja um efetivo acesso à justiça as reformas processuais e judiciais não são substitutos suficientes de reformas políticas e sociais.¹⁵

Mas dizer que não apenas o direito positivo pode induzir comportamentos e mudanças no mundo real não significa dizer que ele não possa, em alguma medida, *contribuir* para isso. O que se propõe neste trabalho, com esse espírito, são soluções jurídicas que superem não apenas óbices meramente jurídicos, mas também, no que for possível, óbices econômicos e culturais, por meio de ferramentas jurídicas que criem incentivos para a adoção das medidas que o ordenamento coloca à disposição do jurisdicionado e que façam com que elas atinjam suas finalidades.

E para que seja alcançado o objetivo traçado, pretende-se (i) analisar sistematicamente os mecanismos indenizatórios do sistema brasileiro de cumprimento forçado de normas civis no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro, (ii) à luz da dogmática processual, (iii) identificar os óbices processuais à prestação de uma tutela indenizatória efetiva e (iv) propor soluções.

2. Acesso à justiça (admissão em juízo e modo-de-ser do processo)

Como já se adiantou, existe um razoável consenso entre doutrinadores e profissionais do direito quanto à falta de efetividade do sistema brasileiro de cumprimento

¹³ Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 26-32; e Osmar Brina Corrêa Lima, *O acionista minoritário...*, p. 109 e 110.

¹⁴ Para que o processo civil se torne mais efetivo e informal, não bastam alterações legislativas, sendo necessária, também, mudança de mentalidade de todos os que lidam com o processo (cf. José Roberto dos Santos Bedaque, *Efetividade do processo e técnica processual*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010, n. 11, p. 53).

¹⁵ Cf. Mauro Cappelletti e Bryant Garth, *Acesso à justiça* (trad. Ellen Gracie Northfleet). Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2002, p. 161.

forçado de normas do mercado de capitais, sobretudo sob a ótica dos seus mecanismos privados. Como se verá mais detalhadamente no item 11, os mecanismos de aplicação forçada do direito que o sistema disponibiliza ao jurisdicionado são empregados com pouca frequência e, quando o são, poucas vezes atingem o escopo de efetiva reparação de danos.

Na leitura ora proposta, as deficiências do direito processual civil, responsáveis pelo já referido cenário de pouca efetividade, são problemas de acesso à justiça. Para supri-las, o trabalho defende uma postura valorativa, de *facilitação do acesso à justiça*, por dois grandes grupos de ações: (i) superação de barreiras de entrada (superação de obstáculos à tomada de medidas) e (ii) adaptações no modo-de-ser do processo (a fim de que o processo desenvolva-se adequadamente, com aderência ao direito material e à realidade subjacente).¹⁶

A preocupação com a universalização da tutela jurisdicional é, já há algum tempo, uma tendência presente nos movimentos mais modernos da ciência processual civil. Conforme a lição de um prestigioso processualista, mais do que um princípio, o acesso à justiça “é a síntese de todos os princípios e garantias do processo” e o “polo metodológico mais importante do sistema processual na atualidade”. Falar em instrumentalidade e efetividade do processo equivale a, no fim das contas, falar de acesso a um instrumento que elimine conflitos, mediante decisões justas.¹⁷

A inaptidão do sistema brasileiro de concretizar satisfatoriamente os escopos da jurisdição, por meio da aplicação do direito objetivo e da solução de controvérsias que surgem no âmbito do mercado de capitais brasileiro, leva este trabalho a defender a mencionada atitude de *fomento do acesso à justiça*.

¹⁶ O processualista deve ter o espírito aberto à revisão dos institutos processuais, para adaptá-los às especificidades e evoluções do direito material (cf. Flávio Luiz Yarshell, “Observações a propósito da liquidação na tutela de direitos individuais homogêneos”. In: *Atualidades sobre liquidação de sentença* (coord. Teresa Arruda Alvim Wambier). São Paulo: RT, 1997, p. 166).

¹⁷ Cf. Cândido Rangel Dinamarco, *A instrumentalidade do processo*, 13^a ed. São Paulo: Malheiros, 2008, n. 36.1 e 37 p. 323, 324, 359 e 361. É conhecida a tese de Mauro Cappelletti de que o processo civil contemporâneo é marcado por três ondas (fases) de acesso à justiça, iniciadas em 1965: a primeira voltada a propiciar condições para que os pobres tivessem acesso à justiça (assistência jurídica), a segunda voltada para a instituição de mecanismos de tutela dos interesses difusos e a terceira focada na criação de mecanismos de solução de controvérsias efetivos, mais simples, acessíveis, econômicos e adequados à satisfação do direito material e à pacificação do conflito (cf. Mauro Cappelletti e Bryant Garth, *Acesso à justiça*, p. 31-73; Cândido Rangel Dinamarco, *A instrumentalidade...*, n. 36.1, p. 324, nota 21; e Cássio Scarpinella Bueno, *Curso sistematizado de direito processual civil*, v. 1, 7^a ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 81 e 82).

Temos consciência de que a ideia aqui defendida guarda riscos. Qualquer proposta de ampliação de acesso à justiça pode redundar em excessos. É fundamental ter em mente a preocupação com o alcance do ponto ótimo na cadeia de requisitos e incentivos para a tomada de ações (item 7.1), e não se olvida do alerta a respeito de abusos de minoria, que podem decorrer da postura ora adotada.¹⁸ Mas o eventual emprego disfuncional e abusivo de ferramentas legítimas deve ser refreado por meio da aplicação das sanções previstas no ordenamento, e não pode servir de justificativa para impedir mudanças que, diante do mencionado quadro de pouca efetividade, fazem-se necessárias.

Também sabemos que este trabalho vai, de certa forma, na contramão das recentes investidas legislativas, marcadas por uma pragmática finalidade reducionista e por meio das quais o legislador tem positivado sucessivas técnicas de sumarização procedimental e limitação ao exercício de posições processuais,¹⁹ na tentativa de reduzir o número de processos e o seu tempo de tramitação. Poder-se-ia dizer, assim, que esta tese quer ampliar o número de processos em andamento, quando a realidade mostra que a palavra de ordem é adotar o caminho contrário. Mas essa tendência pode e deve ser questionada, especialmente para áreas do direito em que não há excesso de medidas e asoberbamento do Judiciário, como é o caso dos litígios aqui analisados.

Em suma, a falta de efetividade do sistema brasileiro de cumprimento forçado de direitos no âmbito do mercado de capitais, especialmente no que diz respeito à tutela indenizatória, deve-se, em alguma medida, a deficiências na legislação processual. Na tentativa de dar uma resposta a esse contexto adota-se aqui uma postura que conscientemente estimula o emprego de medidas indenizatórias postas à disposição do jurisdicionado e que procura criar condições para que tais ações atinjam suas finalidades.

3. A solução proposta: a saída pela via contratual

Este trabalho propõe, como se acaba de expor, uma postura de facilitação do acesso à justiça, a fim de que sejam superados óbices processuais indevidos e limitadores da

¹⁸ Sobre o tema, Marcelo von Adamek, *Abuso de minoria...*, p. 31; e Fábio Ulhoa Coelho, “Profissão: minoritário”. In: *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76* (coords. Rodrigo Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão). São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 146.

¹⁹ Cf. Rodolfo de Camargo Mancuso, *Acesso à justiça: condicionantes legítimas e ilegítimas*. São Paulo: RT, 2015, p. 9.

universalização da tutela indenizatória no âmbito do mercado de capitais. A fim de que seja atendido esse escopo, serão abordados ao longo da pesquisa o que se acredita serem os principais aspectos da legislação processual que contribuem para esse quadro de pouca efetividade. A partir daí serão propostas soluções, que podem ser divididas em três categorias.

A primeira é formada por empecilhos que, em princípio, só podem ser superados mediante *reforma legislativa*, do que são exemplos (i) as dificuldades com a celebração de acordos em ações coletivas e (ii) os pisos de legitimação exigidos para a propositura de ações em substituição processual da companhia, nas hipóteses disciplinadas pelos arts. 159, § 4º e 246, § 1º, “a” da Lei das S/A (embora esses percentuais possam, nas companhias abertas, ser reduzidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atendidos os requisitos do art. 291 da Lei das S/A),²⁰ entre outros.

A segunda categoria é formada por alternativas que dispensam reforma legislativa. Há situações em que existe *dissenso doutrinário e/ou jurisprudencial* quanto à interpretação de dispositivos legais. Nessas hipóteses, este trabalho defende a adoção da interpretação mais consentânea com a ampliação do acesso à justiça. Alguns exemplos são os entendimentos de que (i) a CVM tem legitimidade para a propositura da ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89, por força do que dispõem os art. 3º dessa lei e o art. 5º, IV da Lei 7.347/85 (LACP); (ii) as arbitragens que envolvem companhias abertas e que tratam de litígios unitários não podem tramitar sob regime de confidencialidade; e (iii) não é necessária prévia deliberação para ajuizamento de ação indenizatória contra acionista controlador ou sociedade controladora, na medida em que esse requisito não é exigido pelo art. 246 da Lei das S/A.

Também dentro dessa segunda categoria estão *disposições legais inconstitucionais*, como é o caso da exigência de caução para a propositura da demanda indenizatória contra sociedade controladora, no âmbito dos grupos de fato, prevista pelo art. 246, II, “b” da Lei das S/A. Essa exigência destoa de todas as situações em que a lei legitimamente exige a prestação de garantia para o exercício do direito de ação, e aproxima-se de normas já declaradas inconstitucionais pelo Supremo Tribunal Federal, o que impõe o

²⁰ Como se defenderá abaixo, o próprio art. 291 da Lei das S/A deve ser reformado, a fim de que a CVM possa reduzir aqueles percentuais empregando outros critérios que não apenas o valor do capital social.

reconhecimento de sua incompatibilidade com a ordem constitucional, como defendido com brilhantismo por Gabriel Saad Kik Buschinelli e Rafael Helou Bresciani.²¹

A terceira e última categoria – e é nela que reside a principal contribuição do trabalho – é composta por situações que, embora aparentemente só possam ser resolvidas por meio de reforma legislativa, podem ser solucionadas mediante *negócios jurídicos processuais*, isto é, arranjos contratuais pelos quais as partes, antes ou durante o processo, acordam modificar o procedimento ou criar, modificar ou extinguir situações jurídicas processuais,²² a fim de que um processo que eventualmente venha a se instaurar obedeça tal regramento.

O direito processual brasileiro anterior ao Código de Processo Civil de 2015 (CPC) já admitia as convenções processuais, como é o caso, para citar alguns exemplos, de dispensa de audiência, suspensão do processo, acordo de eleição de foro, convenções sobre prazos dilatatórios, distribuição do ônus da prova, adiamento de julgamento em segundo grau, convenções sobre alegações finais etc.²³

O Código vigente continua a prever inúmeros negócios jurídicos processuais típicos,²⁴ mas o seu art. 190 estabelece uma *cláusula geral* de convenção processual, que

²¹ Cf. “Aspectos processuais...”, p. 249-303.

²² “Convenção (ou acordo) processual é o negócio jurídico plurilateral, pelo qual as partes, antes ou durante o processo e sem a necessidade de intermediação de nenhum outro sujeito, determinam a criação, modificação e extinção de situações jurídicas processuais, ou alteram o procedimento” (cf. Antonio do Passo Cabral, *Convenções processuais*. Salvador: Jus Podivm, 2016, n. 1.3.5, p. 68).

²³ Cf. José Carlos Barbosa Moreira, “Convenções das partes sobre matéria processual”. *Revista de Processo*, n. 33, 1984, p. 182; Rogério Lauria Tucci “Negócio jurídico processual”. In: *Enciclopédia Saraiva do direito*. São Paulo: Saraiva, 1977, v. 54, p. 192; Hélio Tornaghi, *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. II, São Paulo: RT, 1975, p. 14 e 15; Egas Moniz de Aragão, *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. II, 9ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1998, p. 22-25; Pontes de Miranda, *Comentários ao Código de Processo Civil*, t. III. Rio de Janeiro: Forense, 1974, p. 73; Flávio Luiz Yarshell, “Convenção das partes em matéria processual: rumo a uma nova era?”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira), 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 75 e 76, e “Convenção das partes em matéria processual no Novo CPC”. *Revista do Advogado*, v. 126, mai. 2015, p. 89 e 90; José Rogério Cruz e Tucci, “Natureza e objeto das convenções processuais”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira), 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 27; Leonardo Carneiro da Cunha, “Negócios jurídicos processuais no processo civil brasileiro”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira), 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 54 e 55; Pedro Henrique Nogueira, *Breves comentários ao Código de Processo Civil* (coords. Teresa Arruda Alvim Wambier, Fredie Didier Jr., Eduardo Talamini e Bruno Dantas). São Paulo: RT, 2015, p. 592; e Marcelo Pacheco Machado, *Código de Processo Civil anotado* (coords. José Rogério Cruz e Tucci, Manoel Caetano Ferreira Filho, Ricardo de Carvalho Aprigliano, Rogéria Fagundes Dotti e Sandro Gilbert Martins). São Paulo: AASP, 2015, p. 335.

²⁴ Como, por exemplo, eleição de foro (art. 63), suspensão de processo (art. 313, II), adiamento de audiência (art. 362, II) e distribuição de ônus da prova (art. 373, §§ 3º e 4º), entre outros.

permite a celebração de tais negócios de modo genérico.²⁵ Essa novidade legislativa pode ser de grande valia para a superação de boa parte dos empecilhos processuais já referidos e que serão analisados no trabalho.

Será defendido o argumento de que a cláusula geral de convenção processual, prevista pelo art. 190 do CPC, pode ser um importante mecanismo de mudança e de superação de deficiências processuais do modelo brasileiro de *enforcement* no mercado de capitais, seja para situações em que há o mencionado dissenso doutrinário ou jurisprudencial a respeito da interpretação do texto legal, seja para outras em que, à primeira vista, somente uma alteração legislativa poderia modificar a situação.²⁶

4. A contribuição original à ciência jurídica brasileira

A contribuição original do trabalho à ciência jurídica brasileira desdobra-se em quatro aspectos: (i) realizar um *estudo sistemático* a respeito do que é o modelo brasileiro de aplicação forçada de normas no mercado de capitais; (ii) fazê-lo *à luz do direito processual civil*, sob os fundamentos de que, em todas as situações em que ocorre a aplicação de uma norma não cumprida espontaneamente, ela desenrola-se mediante um processo (jurisdicional ou não jurisdicional); (iii) defender uma postura valorativa, de *ampliação do acesso à justiça* nesse âmbito; e, sobretudo, (iv) defender uma *saída contratual* para as aludidas deficiências processuais, por meio do emprego da cláusula geral de convenção processual (CPC, art. 190).

Quanto ao primeiro aspecto, já foi exposto acima que a doutrina que se dedicou ao estudo do *enforcement* no mercado de capitais brasileiro o fez de modo pouco sistemático, abordando questões individuais e sem a visão do todo. O que se propõe aqui é realizar uma abordagem sistemática, para que se possa dizer o que é o *modelo brasileiro* naquele âmbito, especificamente no que diz respeito à tutela indenizatória.

O segundo aspecto consiste na circunstância de que a abordagem do tema à luz da dogmática processual também não foi feita na literatura jurídica nacional. Isso se justifica,

²⁵ Cf. Cândido Rangel Dinamarco e Bruno Vasconcelos Carrilho Lopes, *Teoria geral do novo processo civil*. São Paulo: Malheiros, 2016, n. 131, p. 187; e Leonardo Carneiro da Cunha, *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. III (coords. Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Cruz Arenhart e Daniel Mitidiero). São Paulo: RT, 2016, p. 51.

²⁶ Mas há situações em que apenas a reforma legislativa é que poderia resolver (reserva legal).

como já exposto, porque em todas as situações em que ocorre tal cumprimento forçado há um autêntico processo.

O terceiro aspecto reside na adoção de uma postura valorativa, de fomento do acesso à justiça, por meio de superação de barreiras de entrada e de adaptações no modo-de-ser do processo. Pretende-se tecer sugestões para que seja estimulada a tomada de medidas e para que estas atinjam as suas finalidades.

O quarto aspecto, por fim, está em propor uma alternativa contratual às causas que respondem pelos referidos gargalos processuais que representam empecilhos à consecução da tutela indenizatória. Essa saída contratual, como se adiantou, consiste na adoção de *melhores práticas processuais*, como base em convenções processuais (CPC, 190 do CPC).

Esses quatro aspectos, acredita-se, tornam esta tese original.

5. Observações terminológicas

É importante firmar algumas premissas terminológicas.

A primeira delas diz com o emprego do termo *enforcement*. A expressão é um anglicismo e deveria, por isso, ser evitada. Mas optou-se por utilizá-la por ser amplamente usada pela doutrina nacional e até mesmo pela CVM, como comprova a leitura do Relatório Anual de 2015 daquela autarquia, no qual o termo é adotado 4 (quatro) vezes.²⁷ Da mesma forma que *insider trading*, *enforcement* é uma expressão estrangeira assentada entre nós, e isso justifica o seu emprego neste trabalho.

Feita essa ressalva inicial, é necessário definir o que se entende por *enforcement*. Em sentido amplo, o termo designa toda e qualquer atividade de aplicação da lei, inclusive atividades meramente consultivas realizadas pela CVM. Em sentido mais estrito, é definido como o conjunto de atividades de investigação de possíveis violações da lei e de tomada de ações civis ou administrativas para inibir ou punir os responsáveis por essa

²⁷ http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2015.pdf (consultado em 10.12.16).

violação,²⁸ como a atividade de supervisionar e aplicar regras²⁹ ou até mesmo como apenas medidas de aplicação de penalidades.³⁰

Trata-se, portanto, de expressão plurívoca, que assume significados diversos. Para os fins deste trabalho, e considerando-se o seu objeto – limitado à análise de mecanismos indenizatórios no mercado de capitais brasileiro –, a expressão é empregada em sentido restrito, de tomada de medidas civis (jurisdicionais ou não), com a finalidade de aplicar normas da legislação do direito do mercado de capitais, quando não cumpridas espontaneamente, visando à obtenção de reparação civil.

A segunda observação diz respeito às expressões *convenção processual* e *negócio jurídico processual*. Existe dissenso doutrinário a respeito dessa terminologia, havendo autores que utilizam o termo *convenção processual*,³¹ outros que preferem a locução *negócio processual*.³² Este trabalho empregará os dois termos como sinônimos.

6. Plano do estudo

Tratar-se-á, primeiramente, da relevância da efetividade do sistema de cumprimento forçado de normas para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários (Capítulo I). Será abordado o debate que se desenrola na doutrina a respeito de modelos de *enforcement* (público, privado e misto) e serão definidas as modalidades de interesses tutelados pelo direito dos valores mobiliários, a fim de que se justifique a necessidade de que sejam tratados agregadamente. Serão também demonstrados os elementos que permitem afirmar que o referido sistema brasileiro é pouco efetivo. O

²⁸ Cf. Philip Loomis Jr., “Enforcement problems under the federal securities law”. *The Business Lawyer*, v. 14, abr. 1959, p. 665.

²⁹ Cf. Ângela Donaggio, *Regulação e autorregulação no mercado de valores mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa* (tese de doutorado). São Paulo: USP, 2016, p. 22: “enforcement’ é o ato (ou atividade) de supervisionar e aplicar as regras (ou exigir sua aplicação), impondo seu cumprimento por investigar possíveis violações às regras e, ao mesmo tempo, disciplinando indivíduos e empresas que as violem”.

³⁰ Cf. Luiz Felipe Amaral Calabro, *Regulação e autorregulação...*, p. 13, nota 1.

³¹ Cf. Antonio do Passo Cabral, *Convenções processuais...*, n. 1.3.5, p. 68; José Rogério Cruz e Tucci, “Natureza e objeto das convenções processuais”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira), 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 27;

³² Cf. Pedro Henrique Nogueira, *Negócios jurídicos...*, p. 153; e Leonardo Carneiro da Cunha, “Negócios jurídicos...”, p. 46.

intuito do Capítulo I é firmar premissas sobre as quais serão problematizadas, nos capítulos seguintes, as questões objeto da pesquisa.

No Capítulo II serão abordadas as deficiências que, sob o ponto de vista processual, o ordenamento brasileiro oferece à consecução de uma tutela indenizatória efetiva no âmbito do mercado de capitais. Analisar-se-ão os fatores processuais que representam óbices àquela tutela, e propor-se-ão soluções interpretativas e de alteração do texto legal.

Na sequência (Capítulo III) cuidaremos da cláusula geral de convenção processual prevista pelo art 190 do CPC, e exporemos maneiras pelas quais essa regra pode ser empregada a fim de que se viabilize uma saída contratual para alguns dos problemas de *enforcement* expostos no Capítulo II.

Ao final (Conclusão) serão sistematizadas as conclusões parciais feitas no decorrer do estudo.

CAPÍTULO I – A CORRELAÇÃO ENTRE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E CUMPRIMENTO FORÇADO DE NORMAS

7. Relevância da efetividade do sistema de cumprimento forçado de normas para o mercado de valores mobiliários

É corrente na doutrina que se dedicou ao estudo do direito dos valores mobiliários e do direito societário a afirmativa de que a eficiência e o grau de desenvolvimento de um dado mercado de capitais dependem, diretamente, da efetividade de seus mecanismos de *enforcement*.³³⁻³⁴ A inexistência de “um sistema eficiente de cumprimento das normas societárias (*enforcement*)” é vista, assim, como “um dos fatores impeditivos do desenvolvimento do mercado de capitais”.³⁵

A assertiva parte da ideia de que investidores não participarão do mercado de capitais se estiverem temerosos de que seus direitos não serão respeitados pelos tomadores dos seus recursos, o que gera um círculo vicioso que impede a evolução do mercado.³⁶ Não é nova a relação entre tutela do investidor e o bom desenvolvimento do mercado.³⁷

É por conta disso que na Exposição de Motivos da Lei das S/A o então Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, logo após destacar que o principal objetivo daquele corpo normativo era criar condições para o fortalecimento do mercado de capitais no país,

³³ Cf. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny. “Legal determinants...”, p. 1.131-1.150 e “Investor protection...”, p. 1.147-1.170; Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes e Andrei Schleifer, “What works...”, p. 5; Mark Gillen e Pittman Potter, “The convergence...”, p. 123; Ronald Gilson, “Controlling shareholders...”, p. 1.674 e 1.675; Ziven Scott Birdwell, “The key elements...”, p. 544 e 545; John Coffee Jr., “Law and the market...”, p. 232-234; Bruno Salama e Viviane Muller Prado, “Legal protection...”, p. 148, Érica Gorga, “A cultura brasileira...”, p. 311; Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, “Os empecilhos...”, p. 192; Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, p. 197; Ana Novaes, “Mercado de capitais...”, p. 108; Jairo Saddi, “Qual é o melhor...”, p. 223; e Luiz Felipe Amaral Calabro, *Regulação e autorregulação...*, p. 156; Gabriel Saad Kiki Buschinelli e Rafael Helou Bresciani, “Aspectos processuais...”, p. 303; e Vinicius Krüger Fadanelli e Lucas Braun, *Comentários à Lei...*, p. 243.

³⁴ A respeito da correlação entre mercado de capitais e crescimento econômico, v. Ross Levine e Sara Zervos, “Stock markets, banks, and economic growth”. *The American Economic Review*, v. 88, n. 3, jun. 1998, p. 546 e 554; e Robert G. King e Ross Levine, “Finance and growth: Schumpeter might be right”. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 108, n. 3, ago. 1993, p. 717-737

³⁵ Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema...”, p. 78.

³⁶ Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 623.

³⁷ Cf. Sheila Neder Cerezetti, *Comentários à Lei...*, p. 122.

afirmou que a mobilização da poupança popular através desse mercado depende de uma sistemática que assegure aos seus participantes *respeito às regras a que se sujeitam*.³⁸

O crescimento do mercado de capitais fazia parte do modelo de desenvolvimento que se vislumbrava para o país por meio daquela lei e da Lei 6.385/76,³⁹ e as medidas de *enforcement* dessa legislação assumiam papel relevante nesse mister. A Exposição de Motivos da Lei 6.385/76 também contém passagens semelhantes à acima destacada, que atrelam a evolução do mercado de capitais brasileiro às funções fiscalizadora e sancionadora da CVM.⁴⁰ A correlação que existe entre desenvolvimento econômico e cumprimento das normas que regem o mercado de valores mobiliários é encontrada, portanto, na gênese dessas duas leis, principais alicerces legais do mercado de capitais brasileiro.

Faz sentido que assim seja. Se as condutas prescritas pelo direito material não são observadas espontaneamente pelos jurisdicionados, cabe ao Estado – de ofício ou mediante provocação do interessado, a depender da natureza da crise jurídica – exigir o seu cumprimento. Se um dado ordenamento não conta com ferramentas adequadas de imposição dessas condutas, é razoável concluir que será menos efetivo do que se contasse, não só porque as normas descumpridas tendem a assim permanecer, mas porque esse estado de coisas transmite um desincentivo ao cumprimento, decorrente da baixa probabilidade de aplicação da sanção. É uma obviedade afirmar que leis de proteção às companhias, acionistas e investidores só são significativas se a sua aplicação for devidamente imposta em caso de inobservância.⁴¹

³⁸ Item 4 da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda (<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>; consultado em 11.12.16). Fazendo considerações sobre a Lei 6.385/76 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, José Alexandre Cavalcanti Vasco, “A proteção e educação ao investidor: 1976/2006”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34. out./dez. 2006, p. 153.

³⁹ Cf. Otavio Yazbek, “Reflexões sobre a atividade sancionadora da CVM em caso de descumprimento de regras de direito societário”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 610.

⁴⁰ Cf. Item 4 da Mensagem nº 203, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda (<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM197-Lei6385.pdf>; consultado em 11.12.16).

⁴¹ Cf. Theodor Baums e Kenneth Scott, “Taking shareholder...”, p. 10; e Robin Hui Huang, “Private enforcement...”, p. 758. Um exemplo da importância do *enforcement* é a afirmação de Guido Ferrarini e Paolo Giudici de que a responsabilidade pelo escândalo Parmalat na Itália não deve ser atribuída ao seu direito substancial regulador das condutas de gatekeepers, que era suficientemente adequado e até mais rigoroso do que a legislação norte-americana, mas sim ao *enforcement* dessa legislação (ou à falta de dele) (cf. “Financial scandals...”, p. 3).

7.1. O risco do excesso de *enforcement*: a busca do ponto ótimo

O que acaba de ser exposto não significa que as medidas de cumprimento forçado de normas devam ser ampliadas e intensificadas a qualquer custo. É fundamental que se tenham em mente o risco do excesso de tais ações e a preocupação com a busca de um ponto ótimo na cadeia de requisitos e incentivos para que sejam adotadas.

O excesso de *enforcement* pode trazer os mesmos custos sociais que derivariam da sua limitação, pois também (i) aumenta o custo de capital, em razão das ações preventivas que os agentes tomam por conta do risco de responsabilização, e (ii) pode levar a uma alocação ineficiente do capital, ao fazer com que, em razão do risco de responsabilização, os agentes adotem condutas desnecessárias, como disponibilização de informações triviais e inúteis.⁴²

Um exemplo ocorrido nos Estados Unidos pode ajudar a mostrar como o excesso de *enforcement* pode ser danoso. Por conta do crescente aumento do número de *class actions* tendo por objeto matérias de mercado de capitais – boa parte delas encerrada por acordos em valores muito inferiores ao pleito deduzido⁴³ –, em 1995 o congresso norte-americano aprovou, sob a alegação de que tais ações coletivas estariam prejudicando a economia do país, o Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA). Fruto de um lobby das firmas de contabilidade e da indústria de tecnologia,⁴⁴ essa lei estabeleceu novos requisitos para a admissão das *securities class actions* perante as cortes federais, como, por exemplo, (i) requisitos mais rigorosos quanto à demonstração, já na propositura da ação, de

⁴² Cf. Amanda Rose, “The multienforcer approach to securities fraud deterrence: a critical analysis”. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, p. 2.184. É com esse mesmo espírito que a autora portuguesa Sofia Nascimento Rodrigues afirma que o princípio da proteção aos investidores de valores mobiliários deve encontrar limites, que podem ser sintetizados em três ideias: inevitabilidade do risco, recusa de paternalismo por parte da entidade reguladora e autoresponsabilização do investidor (cf. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 33).

⁴³ De acordo com James Cox, Robert Hillman e Donald Langevoort, no começo dos anos 1990 esse assunto estava na pauta do congresso norte-americano devido, entre outros motivos, ao fato de que uma porção significativa de tais ações coletivas era encerrada por acordos inferiores a US\$ 2 milhões (cf. *Securities regulation*, 7ª ed. New York: Kluwer, 2013, p. 789).

⁴⁴ Cf. *A class action como instrumento de tutela coletiva dos direitos*. São Paulo: RT, 2007, p. 248. O PSLRA se iniciou a partir de um movimento de companhias do Vale do Silício, como uma resposta política do Partido Republicano a um alegado excesso de medidas judiciais de mercado de capitais (cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation – its rise, fall, and future*. Cambridge: Harvard Press, p. 71 e 72; na mesma direção, John Coffee Jr. e Hillary Sale, *Securities regulation...*, p. 1.042).

evidências do ato ilícito; (ii) limites à *discovery*⁴⁵; (iii) requisitos mais rigorosos quanto à escolha do representante adequado e limitação de sua atuação em diferentes ações coletivas em um período de 3 (três) anos;⁴⁶ (iv) imposição de sanções mais graves para demandas infundadas; (v) limitação dos honorários de advogado, entre outros. Procurou-se, dessa forma, estabelecer limites a ações frívolas.⁴⁷

Essa legislação de fato reduziu o número de ações coletivas nas cortes federais,⁴⁸ onde, historicamente, a maioria delas era proposta. Mas, em contrapartida, aumentou o número de ações coletivas promovidas nas cortes estaduais, redirecionadas com o intuito de escapar aos requisitos mais rigorosos da esfera federal. Isso levou à edição de uma nova lei, o Securities Litigation Uniform Standards Act de 1998, que restringiu às cortes federais a competência para julgar a maioria das ações coletivas fundadas em ilícitos de mercado de capitais.⁴⁹

Essas duas leis são mostras de como em determinadas situações é necessário que o legislador intervenha para que sejam restringidas as ações de cumprimento forçado da lei, em razão de seu uso abusivo e disfuncional. Esses episódios revelam que é sempre

⁴⁵ Um dos fundamentos invocados para essa reforma foram os custos e abusos com a *discovery*, que ameaçava as companhias e impunha acordos em ações frívolas e ações abusivas (*strike suits*). O Congresso, então, tornou mais difícil a obtenção da *discovery* (cf. Érica Gorga e Michael Halberstam, “Litigation discovery & corporate governance: the missing story about ‘the genius of American corporate law’”. *Emory Law Journal*, v. 63, 2014, p. 1.392).

⁴⁶ Cf. William Bratton e Michael Wachter, “The political economy...”, p. 143. Ao contrário do que ocorre com as demais ações coletivas, a lei atribui direitos de demandante líder (representante) ao membro da classe detentor da maior pretensão individual, como tentativa de alinhamento de interesses e, conseqüentemente, redução de custos de agência e diminuição de poderes dos advogados. Trata-se de uma presunção relativa de que o membro mais prejudicado com o ato ilícito é, em regra, o melhor habilitado a agir como representante da classe. Com essa legislação, os representantes da classe passaram a ser, frequentemente, investidores institucionais. O representante pode escolher seu próprio advogado sob o controle do juiz. Assim, enquanto nas demais ações coletivas o representante não precisa ser o melhor entre os membros do grupo, bastando ser adequado, a partir dessa legislação o representante em ações coletivas referentes a fraude no mercado de capitais deve, em princípio, ser o titular da maior pretensão individual (cf. Samuel Issacharoff e Geoffrey Miller, “Will aggregate litigation...”, p. 196 e 197; Robin Hui Huang, “Private enforcement...”, p. 787; e Antonio Gidi, *A class action...*, p. 248).

⁴⁷ Embora, surpreendentemente, essa legislação não tenha se preocupado em limitar ou estabelecer critérios para o cálculo das indenizações devidas em tais ações, como bem aponta Donald Langevoort (cf. “Capping damages...”, p. 640).

⁴⁸ “After the passage of the Private Securities Litigation Reform Act in 1995, typically half of all securities fraud class actions are dismissed” (cf. Stephen Choi e Adam Pritchard, “SEC investigations and securities class actions: an empirical conclusion”. *Law and Economics Working Papers*, Paper, 55, 2012, p. 1).

⁴⁹ Cf. Roberta Romano, “Empowering investors: a market approach to securities regulation”. *Yale Law Review*, v. 107, n. 5, 1998, p. 2.361; Amanda Rose, “The multienforcer...”, p. 2.174 e 2.175; Johnn Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 78; e Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, n. 2.6, p. 61, nota 77.

necessário ter em mente a busca pelo ponto ótimo na cadeia de requisitos e incentivos à adoção de tais ações.

O ponto ótimo de um sistema de *enforcement* ocorre quando a sua aplicação economiza mais custos sociais derivados do ilícito que se quer reprimir, do que cria em custos decorrentes da sua aplicação.⁵⁰ Esse ponto de equilíbrio pode ser definido, assim, como aquele em que as atividades de cumprimento forçado de normas são suficientes para dissuadir o descumprimento às regras e, ao mesmo tempo, para compensar os prejuízos sofridos por tal descumprimento.⁵¹

A grande dificuldade reside em saber (i) qual é esse ponto de equilíbrio e (ii) como devem ser calibradas as medidas para que seja atingido. No Brasil, esse ponto ótimo está distante de ser alcançado, pois as medidas de *enforcement* são pouco efetivas, como já se adiantou e como se procurará demonstrar com mais detalhamento no item 11. Daí a postura valorativa de acesso à justiça aqui defendida, a fim de que essas medidas sejam estimuladas. Em nossa visão, existe, portanto, um campo amplo para que sejam intensificadas essas ações, até que a preocupação com o seu excesso se torne uma realidade. Mas é preciso ter sempre em mente esse risco potencial, que um dia poderá se concretizar.

8. O debate a respeito dos modelos de *enforcement*: público, privado ou misto?

Existe, já há bastante tempo, um instigante debate doutrinário a respeito de modelos de sistemas de *enforcement* e da relação que existe entre a opção por tais modelos e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Em um trabalho notório, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes e Andrei Schleifer defenderam, com base em análise empírica sobre as legislações de dezenas de países, que o *enforcement* público da legislação de mercado de capitais – isto é, a exigência de cumprimento das normas por iniciativa de um agente público⁵² – desempenha, quando muito, um papel modesto no desenvolvimento do mercado acionário de um dado país. Em

⁵⁰ Cf. Amanda Rose, “The multienforcer...”, p. 2.178.

⁵¹ Cf. Ângela Donaggio, *Regulação e autorregulação...*, p. 407; e John Coffee Jr. e Hillary Sale, *Securities regulation...*, p. 8.

⁵² Cf. John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, “Agency problems and legal strategies”. In: *The anatomy of corporate law*, 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 46.

contraste, esse desenvolvimento seria fortemente associado a (i) deveres de revelação de informações e (ii) regras que facilitam a obtenção de reparação por iniciativa dos prejudicados, como, por exemplo, a imposição de um baixo ônus da prova para investidores que busquem ressarcimento.⁵³

De acordo com esses autores, a existência de um mercado de capitais robusto está fortemente relacionada a deveres de revelação de informação e regras de estímulo à litigância privada. Um sistema eficiente é o que estabelece incentivos aos emissores de valores mobiliários para que prestem informações fidedignas aos potenciais investidores – em razão da possibilidade de imposição de sanções pelo descumprimento de deveres –, o que pode ser alcançado mediante exigências de prestação de informação e requisitos de responsabilização que reduzam ao máximo o custo para investidores recuperarem seus danos quando alguma informação lhes foi omitida.⁵⁴

Os mecanismos privados, diz outro autor, têm a vantagem de atuar em um contexto despolitizado, na medida em que o particular sofre menos influências políticas e estatais do que os representantes de um ente público. Uma segunda vantagem é que demandas privadas não oneram o Estado além do que com a manutenção do Poder Judiciário. O setor privado, além disso, seria mais eficiente do que o setor público, de modo que advogados teriam mais incentivos do que agentes estatais para promover uma rede de informantes e delatores independentemente de verbas estatais, de modo que o *enforcement*, nessa perspectiva, pode ser obtido com custo zero ou mediante custo reduzido. Por fim, somente mecanismos privados atingiriam as finalidades de extrair do ofensor os benefícios com a prática ilícita e, ao mesmo tempo, indenizar a vítima, na medida em que a função precípua do regulador não é compensar as vítimas do ato ilícito.⁵⁵

⁵³ Cf. Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes e Andrei Schleifer, “What works...”, p. 20.

⁵⁴ Cf. Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes e Andrei Schleifer, “What works...”, p. 10, 19, 20, 27 e 28.

⁵⁵ Cf. Steven Ramirez, “The virtues of private securities litigation: an historic and macroeconomic perspective”. *Loyola University Chicago Law Journal*, v. 45, n. 3, 2014, p. 722-725.

Influenciado por essa literatura, até mesmo o Banco Mundial já tomou posição no debate, em trabalho que defendeu que o desenvolvimento do mercado acionário é fortemente correlacionado com o *enforcement* privado.⁵⁶

Há, por outro lado, os que argumentam que a principal ação que um país pode tomar para fomentar o seu mercado de capitais é estimular a capacidade da sua autoridade reguladora.⁵⁷ Seria preferível, de acordo com essa visão, dar ênfase a medidas públicas, que atingiriam melhores resultados do que as privadas. No contexto norte-americano, propõe-se, assim, aumentar a verba destinada à Securities and Exchange Commission (SEC) e, em contrapartida, acabar com a teoria da *fraud on the market*, principal fundamento das ações coletivas naquele país.⁵⁸

Nossa opinião é de que os mecanismos públicos e privados de aplicação forçada dessa legislação apresentam vantagens e desvantagens que lhes são próprias, o que faz com que o modelo ideal seja o que *congregue elementos das duas espécies de mecanismos* (modelo misto ou híbrido). Embora ferramentas públicas produzam bons resultados e sejam essenciais para o amadurecimento do mercado, sofrem com a falta de recursos do Estado e com o risco de captura por interesses de quem está no poder. Os mecanismos privados são imprescindíveis, especialmente para a consecução da tutela indenizatória, âmbito ao qual este trabalho se circunscreve.

Mecanismos privados são necessários ou ao menos desejáveis suplementos dos mecanismos públicos, e um híbrido dos dois é a melhor alternativa.⁵⁹ A crença, compartilhada por acadêmicos, elaboradores de políticas públicas e agentes de mercado, de que o sistema norte-americano de cumprimento das normas do direito do mercado de

⁵⁶ Cf. “Institutional foundations for financial markets”, p. 6, disponível em <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSER/Resources/Institutional.pdf> (consultado em 8.11.14).

⁵⁷ Cf. Mark Roe e Howell Jackson “Public and private enforcement of securities laws: resource-based evidence”. *Public law & legal theory research paper series*, n. 28, 2009, p. 28-31; e Ziven Scott Birdwell, “The key elements...”, p. 543.

⁵⁸ Cf. William Bratton e Michael Wachter, “The political economy of fraud on the Market”. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 169, 2011, p. 70, 71, 75, 79, 82, 149 e 150.

⁵⁹ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 4, 5 e 7. James D. Cox, Robert Hillman e Donald Langevoort afirmam que remédios colocados à disposição do particular suplementam a atuação do regulador (cf. *Securities regulation...*, p. 787 e 788). Na mesma direção, Donald Langevoort, “Capping damages for open-market securities fraud”. *Arizona Law Review*, v. 38, 1996, p. 652.

capitais é um dos mais robustos do mundo deve-se ao fato de que ele se fundamenta em uma complexa teia de mecanismos públicos e privados.⁶⁰

Os mecanismos públicos e privados são complementares e devem coexistir.⁶¹ As ações movidas por particulares são um importante complemento à atividade do regulador, muito em razão das dificuldades que o Estado enfrenta para desempenhar todas as funções que lhe cabem.⁶² Essa ideia se confirma por um estudo que mostrou que os casos mais bem-sucedidos foram aqueles em que foram tomadas, concomitantemente, medidas pelo regulador e por particulares.⁶³

Instrumentos públicos de cumprimento da lei são, em suma, desejáveis e bem-vindos, mas certamente não são suficientes, porque não substituem a tutela provocada pelos mecanismos privados, sobretudo em países como o Brasil, que sofrem com a escassez de recursos e nos quais há considerável risco de captura dos agentes estatais pelo Estado e pelos titulares do poder econômico.⁶⁴

Essa relação de complementariedade é uma via de mão dupla: o exercício de direitos pelo próprio jurisdicionado também complementa a atividade do regulador ou, nas palavras de Nelson Eizirik, *alivia a atividade disciplinar* da Comissão de Valores Mobiliários.⁶⁵ A atuação privada funciona não apenas como ferramenta de recomposição de prejuízo, mas também de desestímulo ao descumprimento de normas e, conseqüentemente, de prevenção de ilícitos.

⁶⁰ Cf. Érica Gorga, “Is US law enforcement stronger than of a developing country? The case of securities fraud by Brazilian corporations and lessons for the private and public enforcement debate”. *Columbia Journal of Transnational Law*, v. 54, n. 3, 2016, p. 606. Essa autora conclui, contudo, que na realidade as ferramentas privadas são, ao menos naquele país, mais robustas do que as públicas (p. 616 e 687).

⁶¹ Cf. Poonam Puri, “Securities litigation and enforcement: the canadian perspective”. *Brooklin Journal of International Law*, v. 37, 2012, p. 967 e 1.010.

⁶² Harvey Pitt e Karen Shapiro, “Securities regulation by enforcement: a look ahead at the next decade”. *Yale Journal on Regulation*, v. 7, 1990, p. 182 e 293.

⁶³ Pesquisa a respeito de casos norte-americanos (cf. Stephen Choi e Adam Pritchard, “SEC investigations...”, p. 5).

⁶⁴ Cf. Gu Weixia, “Securities arbitration in China: a better alternative to retail shareholder protection”. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 33, 2012-2013, p. 286-305; e Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do patrimonialismo...”, p. 28. Servidores públicos são, sob certa ótica, agentes políticos, circunstância que pode inibi-los de adotar uma posição independente contra “componentes do *establishment* ou contra o próprio Estado” (cf. Mauro Cappelletti e Bryant Garth, *Acesso à justiça*, p. 52).

⁶⁵ Expressão de Nelson Eizirik (cf. “Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta”. In: *Questões de direito societário e mercado de capitais*, 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 98).

O modelo brasileiro de cumprimento forçado das normas do mercado de capitais é misto, com ferramentas de implementação de tal cumprimento privadas e públicas. Os pilares da legislação do mercado de capitais brasileiro⁶⁶ são (i) a Lei 6.385/76, que regula o mercado de valores mobiliários; (ii) a Lei das S/A, que tem por objeto as companhias abertas; (iii) as normas emitidas pela CVM; e (iv) as normas emitidas por entidades autorreguladoras, como a BM&FBovespa. O desrespeito a essa legislação pode dar origem a responsabilidades civil, penal e administrativa. A responsabilidade civil, por sua vez, pode ser imposta por meio de ações judiciais iniciadas por particulares, por ações coletivas ajuizadas pelo Ministério Público, associações de investidores ou outros entes estatais, bem como por arbitragem. A responsabilidade administrativa pode ser imposta em processos administrativos conduzidos pela CVM e por entidades autorreguladoras, como é o caso da BSM – BM&FBovespa Supervisão de Mercados.

Apesar de o modelo brasileiro ser composto por mecanismos públicos e privados de aplicação dessa legislação, na prática há um desbalanceamento entre eles, caracterizado pela prevalência dos mecanismos públicos em detrimento dos privados. Daí se dizer que o contencioso envolvendo a legislação do mercado de capitais no Brasil é altamente concentrado em medidas de *enforcement* público,⁶⁷ que tais medidas são muito mais efetivas do que as privadas⁶⁸ e que o *enforcement* da legislação brasileira do mercado de capitais é altamente concentrado em ações tomadas pela CVM.⁶⁹

Este trabalho procurará descobrir algumas das causas desse desbalanceamento e propor soluções para que haja um incremento daquelas medidas, especialmente as privadas.

⁶⁶ Cf. Marcelo Trindade e Fabiana Martins de Almeida, *The securities litigation review - Chapter 3* (editor William Savitt). London: Law Business Research, 2015, p. 1. Na mesma direção, “as principais leis que regem o nosso mercado de capitais são as de nº 6.385 e 6.404, ambas de 1976” (cf. Arnaldo Wald, “Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas no direito brasileiro”. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, nov. 2016, p. 11).

⁶⁷ “Securities litigation in Brazil is highly concentrated in public enforcement actions, particularly in the prosecution of securities claims by the CVM, even though they do not allow for shareholder financial recovery” (cf. Marcelo Trindade e Fabiana Martins de Almeida, *The securities litigation...*, p. 39).

⁶⁸ Cf. Érica Gorga, “Is US law...”, p. 697.

⁶⁹ Cf. Marcelo Trindade e Fabiana Martins de Almeida, *The securities litigation...*, p. 39 e 40. É também o que afirma, com poucas modificações, Eduardo Secchi Munhoz (“Influência do patrimonialismo...”, p. 12).

9. A importância do direito processual na implementação de um modelo adequado de *enforcement*

A reparação civil no mercado de valores mobiliários brasileiro é promovida por meio de (i) processos jurisdicionais (judiciais e arbitrais), (ii) mecanismos indenizatórios aplicados em processos administrativos e (iii) mecanismos indenizatórios de solução de controvérsias previstos na autorregulação privada.⁷⁰

Na primeira situação, a aplicação da lei se dá por meios jurisdicionais de solução de controvérsias, como, por exemplo, (a) a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, prevista na Lei 7.913/89; (b) as diversas demandas previstas na Lei das S/A, como as ações de responsabilidade contra administradores (art. 159) e contra sociedade controladora (art. 246); e (c) a arbitragem de controvérsias societárias (art. 136-A).

Na segunda situação, o Estado exerce o poder de polícia que lhe confere a Constituição Federal (art. 174) e aplica a norma não cumprida espontaneamente, do que o principal exemplo é, no âmbito que interessa a este trabalho, o processo administrativo sancionador previsto nos arts. 9º, V e VI e 11 da Lei 6.385/76.⁷¹ Em algumas situações, é possível que, no exercício dessa função, o Estado obtenha reparação em favor do jurisdicionado, como na celebração de termo de compromisso (Lei 6.385/76, art. 11, §§ 5º a 8º).

Por fim, na terceira e última situação, a aplicação do direito ocorre ao longo de processos previstos na autorregulação privada. É o que acontece, para exemplificar, no âmbito da regulação da BM&FBovespa, que estipula sanções aos que descumprem suas normas, por meio do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP). Nessas hipóteses, outorga-se a uma organização civil privada o poder-dever de aplicar a sua própria

⁷⁰ Esse é um aspecto comum também de outras jurisdições, como mostra a seguinte passagem de texto sobre a legislação de mercado de capitais japonesa: “The Law assumes that it will be enforced by various bodies: by the government through its licensing, reviewing and monitoring power; by the courts through injunction and civil and criminal decrees; by self-regulatory organizations such as stock exchanges and the securities dealers association; and by private persons through damage suits against those who have violated the law” (cf. Misao Tatsuta, “Enforcement of Japanese Securities Legislation”. *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, v. 1, out. 1978, p. 95).

⁷¹ Sobre o poder de polícia da CVM, cf. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Mercado de capitais e “insider trading”*. São Paulo: RT, 1982, p. 126 e seguintes; e Marcelo Barbosa, “Apontamentos sobre poder de polícia e competência da Comissão de Valores Mobiliários”. In: *Temas de direito bancário e do mercado de capitais* (coords. Luiz Leonardo Cantidiano e Igor Muniz). Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 81-112.

regulação e, se necessário, impor sanções. E tal poder-dever só se legitima mediante a utilização de um processo, estabelecido por esse próprio corpo normativo.

No caso dos mecanismos jurisdicionais, a sua pertinência ao direito processual é evidente, na medida em que em todos eles a aplicação da lei ocorre mediante um processo judicial ou arbitral (e, portanto, jurisdicional). A circunstância de que o cumprimento forçado de direitos no âmbito do mercado de capitais se dá, em muitas das vezes, por meio de uma relação processual jurisdicional, faz, por si só, com que se receba com surpresa a relutância da doutrina processual em desbravar esse terreno.

É verdade que, justamente porque não são jurisdicionais, os processos administrativos e os mecanismos de solução de controvérsias autorregulatórios não ostentam todas as conotações próprias da jurisdição, em especial a definitividade, o que poderia levar ao entendimento de que não guardam qualquer relação com o direito processual civil.

Mas essa leitura não é acertada. Em todas as situações em que é necessário recorrer a esse cumprimento forçado há, no direito brasileiro, um *processo*, na medida em que a controvérsia é sanada por meio da imposição de uma norma concreta ao fim de um procedimento, conduzido por um agente que se sobrepõe aos sujeitos parciais envolvidos na controvérsia e que, por isso, exerce *poder*.⁷²

Isso justifica que tais institutos sejam analisados à luz do direito processual civil e de seus postulados (garantias constitucionais do processo, inclusive), como o devido processo legal e o contraditório, a fim de que o poder, em todas essas esferas, seja exercido legitimamente.

A noção de processo extrapola o âmbito dos processos jurisdicionais e está presente sempre que há exercício de *poder*. Ao aplicar a lei por meio de um processo administrativo, a administração pública sujeita-se aos postulados do devido processo legal, da ampla defesa e do contraditório (CF, art. 5º, LV).⁷³ O processo, assim, não é um instrumento a serviço apenas da jurisdição, mas sim uma ferramenta presente em todos os

⁷² Cf. Antonio Carlos Araújo Cintra, Ada Pellegrini Grinover e Cândido Rangel Dinamarco, *Teoria geral do processo*, 29ª ed., São Paulo: Malheiros, n. 169, p. 310; e Cândido Rangel Dinamarco, *A arbitragem na teoria...*, n. 3, p. 22.

⁷³ Cf. Ada Pellegrini Grinover, “A atividade administrativa em face do sistema constitucional”. In: *O processo – estudos e pareceres*, 2ª ed. São Paulo: DPJ, 2009, p. 6.

momentos da atividade estatal,⁷⁴ o que inclusive levou a doutrina administrativista a aludir à processualidade no âmbito da administração pública.⁷⁵

Também os mecanismos de solução de controvérsias previstos na autorregulação são reflexo do exercício de poder por um agente. O ordenamento jurídico confere papel ativo a determinadas organizações civis privadas, para que colaborem com o Estado na proteção de certas categorias de direitos. Sempre que a atuação de tais organizações “possa representar alguma forma de acusação ou de imputação”, é razoável invocar o princípio do contraditório e valer-se das construções da ciência processual, na medida em que tais entes exercem poder e contam com o apoio, mesmo que indireto, do Estado.⁷⁶

A tutela jurisdicional, ademais, não é a única forma de eliminar conflitos, satisfazer pretensões e conduzir as pessoas à ordem jurídica justa. E essa tomada de consciência possibilita que se aluda à equivalência funcional entre jurisdição e mecanismos extrajudiciais de solução de controvérsias.⁷⁷

Por fim, todos esses mecanismos de aplicação das normas do direito dos valores mobiliários apresentam os mesmos escopos, na medida em que visam à pacificação de conflitos com justiça (escopo social), aplicam o direito objetivo em um caso concreto (escopo jurídico) e reafirmam o poder estatal de decidir controvérsias (escopo político), o que se evidencia não apenas com relação aos processos jurisdicionais e administrativos, mas também aos mecanismos previstos na autorregulação privada, na medida em que esta deriva de normas estatais que atribuem a particulares o poder de, em coordenação com o Estado, editar normas e impor o seu cumprimento.

É útil e recomendável que todos os meios – jurisdicionais e não jurisdicionais – que o ordenamento jurídico brasileiro coloca à disposição dos participantes do mercado de valores mobiliários, para que possam obter indenização, sejam examinados sob a ótica do direito procesual.

⁷⁴ Cf. Carlos Ari Sunfeld, “A importância do procedimento administrativo”. *Revista de Direito Público*, v. 84, out./dez. 1987, p. 66-68.

⁷⁵ Cf. Odete Medauar, *O processo administrativo em evolução*. São Paulo: Saraiva, 1992, p. 159.

⁷⁶ Cf. Flávio Luiz Yarshell, *Curso de direito...*, v. I, n. 87, p. 118 e 119.

⁷⁷ Cf. Cândido Dinamarco, *Instituições de direito processual civil*, v. I, 6ª ed. São Paulo: Malheiros, 2009, n. 45 e 46, p. 124-126; e Antonio Carlos Araújo Cintra, Ada Pellegrini Grinover e Cândido Rangel Dinamarco, *Teoria geral...*, n. 5, p. 33.

10. Interesses tutelados: individuais e transindividuais

As medidas de proteção a investidores podem ser divididas em dois grupos: as que buscam a tutela individual e as que buscam a tutela coletiva.⁷⁸

Tanto a Lei das S/A como a Lei 6.385/76 manifestam, ao longo de vários dispositivos, preocupação com a proteção de interesses individuais (aqui entendidos, em sentido largo, tanto os chamados direitos individuais de sócio como os direitos de minoria⁷⁹) e com a proteção do interesse da companhia. Mas há também uma clara preocupação com a tutela de interesses que vão além dessas esferas e que, por isso, podem ser qualificados como transindividuais. Ao atribuir à CVM a função de “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra” determinadas práticas, o inciso IV do art. 4º da Lei 6.385/76 traduz um cuidado que extrapola os contornos da proteção individual para abarcar a tutela de um interesse público.⁸⁰

É também por isso que a Exposição de Motivos da Lei 7.913/89 afirmou que os prejuízos sofridos pelos titulares de valores mobiliários, “embora atinjam imediatamente uns pouco identificados, dizem respeito a toda uma massa de indivíduos que, embora igualmente lesada, desconhece o direito que possuem de exigir o ressarcimento de seus prejuízos”, e que “a defesa dos interesses pertinentes a toda uma classe de investidores constitui, por sua especial relevância, no que tange à normalização do mercado de valores mobiliários, dever do Estado proteger os interesses difusos do elevado número de pequenos investidores que nele aplicam suas poupanças”.

⁷⁸ Cf. Sofia Nascimento Rodrigues, *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 20.

⁷⁹ A respeito dessa distinção, v. Waldiro Bulgarelli, *Regime jurídico de proteção às minorias nas S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 45; e Daniel de Ávila Vio, “Anotações sobre os grupos de sociedades de subordinação e os direitos de minoria”. In: *Direito societário contemporâneo II* (coord. Erasmo Valladão França). São Paulo: Malheiros, 2015, p. 175. Sobre os chamados *direitos individuais dos acionistas*, v. Rafael Induzzi Drews, “Evolução histórica dos direitos individuais dos acionistas”. In: *Direito societário contemporâneo II* (coord. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2015, p. 93-133; e Armando Manuel Triunfante, *A tutela das minorias nas sociedades anônimas – direitos individuais*. Coimbra: Coimbra, 2004, p. 47-52.

⁸⁰ Cf. Sheila Neder Cerezetti, *Comentários à Lei...*, p. 121 e 122. De acordo com essa autora, a leitura desse dispositivo pode indicar que a lei se preocupou em proteger, individualmente, cada investidor de práticas irregulares. Mas a sua leitura acurada “demonstra que a atenção se volta a garantir a idoneidade do sistema, a qual passa necessariamente pelo cuidado aos direitos dos investidores”. Na mesma direção, Wilges Bruscato, “A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários”. *RDM*, 138, jun. 2005, p. 35.

No entorno de uma companhia gravitam interesses coletivos, individuais homogêneos e difusos.⁸¹ O fato de que há um autêntico interesse social na manutenção das regras do mercado de capitais dá fundamento ao tratamento coletivo dos direitos de investidores e titulares de valores mobiliários. O desrespeito a tais regras prejudica não apenas os diretamente afetados pelo ato ilícito, mas o mercado como um todo. E é daí que nasce a adequação da tutela coletiva em situações assim.⁸² A tutela jurisdicional buscada pela Lei 7.913/89, assim, tem por escopo proteger não apenas o investidor e o titular de valores mobiliários considerados individualmente, mas também o mercado de capitais como um todo.⁸³

O caráter transindividual desses direitos exige que as ferramentas para sua proteção considerem a criação de mecanismos que racionalizem e efetivem a sua tutela agregada.⁸⁴

Mesmo sob a ótica dos direitos estritamente patrimoniais e individuais, titularizados pelos proprietários de valores mobiliários, há motivos que justificam o seu tratamento coletivo. Isso porque, no mais das vezes, esses interesses sofrem danos decorrentes de um mesmo ilícito, e, por isso, suas origem comum e homogeneidade justificam sejam tratados de maneira agrupada.

De acordo com a taxonomia contida no art. 81 do Código de Defesa do Consumidor (CDC), que rege todo o microsistema de processo coletivo brasileiro, os direitos transindividuais podem ser difusos, coletivos ou individuais homogêneos. Os primeiros são indivisíveis e titularizados por pessoas individualizadas, unidas por circunstâncias meramente fáticas (CDC, art. 81, par. único, I); os coletivos também são indivisíveis, mas são titularizados por sujeitos unidos por determinado vínculo jurídico e que integram uma

⁸¹ Cf. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, “A tutela jurisdicional do mercado de valores mobiliários”, *Revista dos Tribunais*, v. 667, 1991, p. 71; e Ricardo de Barros Leonel, *Manual do processo coletivo*, 3ª ed., São Paulo: RT, 2013, p. 121-123.

⁸² Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sobre o poder disciplinar da CVM”. *RDM*, n. 43, jul./set. 1981, p. 67-68; Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 50, jul./set. 2016, p. 311; Teori Albino Zavascki, *Processo coletivo*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2008, n. 9.3, p. 246; e Ada Pellegrini Grinover, “A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários: questões processuais”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 40.

⁸³ Cf. Ada Pellegrini Grinover, “A tutela coletiva dos investidores...”, p. 28, 33 e 35; Kazuo Watanabe, “Tutela jurisdicional dos interesses difusos: a legitimação para agir”. In: *A tutela dos interesses difusos* (coord. Ada Pellegrini Grinover). São Paulo: Max Limonad. 1984, p. 94; José Marcelo Menezes Vigliar, *Tutela jurisdicional coletiva*, 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 10; e Danilo Augusto Barboza de Aguiar, “Proteção dos acionistas...”, p. 114 e 115.

⁸⁴ Cf. Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, “Os empecilhos...”, p. 170 e 172.

classe ou categoria (CDC, art. 81, par. único, II); e, por fim, os individuais homogêneos são direitos tipicamente individuais, mas que são titularizados por pessoas unidas pelo fato que lhes dá origem (CDC, art. 81, parágrafo único, III).

Valendo-se dessa divisão, não há dúvida de que há um interesse público que justifica ser tutelado, que é a necessidade de garantir a formação da poupança popular e a sua destinação ao mercado de capitais.⁸⁵ Esse interesse pode ser qualificado como difuso. Também não há dúvida de que é possível haver direitos coletivos em sentido estrito, titularizados indivisivelmente por membros de um determinado grupo, como ocorre, por exemplo, com o direito dos acionistas de uma companhia à invalidação de uma deliberação social.⁸⁶

Há quem entenda que os direitos tutelados pela Lei 7.913/89 são apenas os individuais homogêneos, invocando em reforço desse entendimento a circunstância de que o art. 1º da referida lei emprega a frase “sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado...”, o que mostraria que, se o indivíduo pode propor demanda individual em defesa do mesmo interesse, está-se diante de direitos individuais homogêneos.⁸⁷ Cândido Rangel Dinamarco, por sua vez, afirma que a ação civil pública prevista pela Lei 7.913/89 volta-se unicamente à proteção de direitos coletivos e individuais homogêneos: na primeira situação, quando se busca a tutela preventiva de “evitar prejuízos”, hipótese em que a demanda mira a proteção de uma “comunidade amorfa e não-identificada de investidores”; na segunda situação, quando se pretende o ressarcimento de “investidores lesados”.⁸⁸

Discordamos dessas opiniões, na medida em que, como visto, gravitam nesse âmbito direitos individuais homogêneos, coletivos em sentido estrito e também difusos. Mas sem dúvida é na esfera dos direitos individuais homogêneos que reside o principal campo de atuação da tutela coletiva no mercado de capitais, especialmente sob a ótica da tutela indenizatória.

⁸⁵ Cf. Sofia Nascimento Rodrigues, *A proteção dos investidores...*, p. 23.

⁸⁶ Cf. Ada Pellegrini Grinover, “A tutela coletiva dos investidores...”, p. 37.

⁸⁷ Cf. Mayara Gasparoto Tonin e Mayara Roth Isfer, “Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (enforcement) no mercado de valores mobiliários brasileiro”. *Revista de Direito Empresarial*, v. 9, mai./jun. 2015, p. 273.

⁸⁸ Cf. “Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários – questões processuais”. In: *Processo civil empresarial*. São Paulo: Malheiros. 2010, p. 648. Embora em outra passagem do mesmo texto o autor afirme que nas duas situações se esteja no terreno dos direitos individuais homogêneos (p. 651 e 652).

Os direitos individuais homogêneos são tipicamente individuais, unidos por uma relação de afinidade (homogeneidade), e que, por uma questão de técnica processual, são tratados coletivamente, para que haja maior efetividade e adequação na sua proteção. Daí a distinção entre tutela de direitos coletivos e *tutela coletiva de direitos*.⁸⁹ Não há, aqui, indivisibilidade do objeto, como ocorre nos direitos difusos e coletivos em sentido estrito. Sendo possível o fracionamento de sua tutela, não existirá, em princípio, tratamento unitário obrigatório.⁹⁰ Os direitos são essencialmente individuais e apenas acidentalmente coletivos. Para que possam ser qualificados como homogêneos, os direitos devem decorrer de uma origem comum. Essa origem comum, no caso do objeto desta pesquisa, é o ato ilícito que gera o dever de reparar.

10.1. Unitariedade e “molecularização” dos interesses: necessidade de mecanismos de litigância agregada e substituição processual

O que acaba de ser exposto mostra que, para que sejam adequadamente tutelados, esses interesses devem ser objeto de alguma forma de proteção agregada.⁹¹ Daí a essencialidade de mecanismos de tutela coletiva e substituição processual.

Atenta a essa realidade, a Lei das S/A estimula a atuação conjunta de acionistas, ao estabelecer, nas inúmeras situações em que exige um percentual mínimo de ações para o exercício de direitos, que tais percentuais podem ser atingidos pela reunião de mais de um acionista.⁹² A lei societária prevê, nas palavras de José Alexandre Tavares Guerreiro, *instrumentos de aglutinação de interesses*, pelos quais são arregimentadas e organizadas as minorias.⁹³ É o que ocorre com as previsões de que (i) a assembleia de debenturistas pode ser convocada por debenturistas que representem 10% dos títulos em circulação (art. 71, § 1º) e (ii) os acionistas titulares de 10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem

⁸⁹ Cf. Teori Albino Zavascki, *Processo coletivo*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2008, n. 2.4, p. 38.

⁹⁰ Cf. Aluisio Gonçalves de Castro Mendes, *Ações coletivas no direito comparado e nacional*, 2ª ed. São Paulo: RT, 2009, n. 16.7, p. 225.

⁹¹ Cf. Sérgio Cruz Arenhart, *A tutela coletiva dos interesses individuais*, 2ª ed. São Paulo: RT, 2014, p. 212. Embora em outro contexto, mas que guarda similaridade com o que ora se defende, Luca Enriques, Reinier Kraakman e Henry Hansmann afirmam que um aspecto fundamental das regras de governança corporativa é “empower dispersed shareholders” (Cf. “The basic governance structure: the interest of shareholders as a class”. In: *The anatomy of corporate law*, 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 62).

⁹² Cf. Luis André Negrelli de Moura Azevedo, “Ativismo dos investidores...”, p. 249. Para uma análise de todas as disposições da Lei das S/A que exigem tais percentuais mínimos, v. p. 244-247.

⁹³ Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro “Direito das minorias...”, p. 107.

direito a voto possam requerer a instalação do conselho fiscal (art. 161, § 2º), para citar alguns entre muitos outros exemplos.

O legislador brasileiro tem ciência da necessidade de agremiação de interesses, pois prevê a ação civil pública prevista na Lei 7.913/89 e outras hipóteses de substituição processual, por meio das chamadas ações derivadas, previstas nos arts. 159, §§ 3º e 4º e 246, § 1º da Lei das S/A, por meio das quais o acionista pode, individualmente, defender o patrimônio da sociedade e, indiretamente, o da coletividade de sócios.

Mas essas previsões legais são insuficientes. São escassos os *mecanismos processuais* de aglutinação de tais interesses,⁹⁴ e os que existem são pouco efetivos. Embora a lei material reconheça interesses de grupo, a lei processual oferece poucas alternativas para a sua proteção enquanto tais. Existe uma defasagem entre o direito societário e o direito processual, como a circunstância de que, embora as minorias acionárias sejam reconhecidas como grupos de interesses pelo direito material, o direito processual não lhes outorga capacidade processual, na medida em que não há previsão de ações de classe.

Isso faz com que na prática as questões societárias sejam resolvidas por meio de demandas individuais, e não coletivas.⁹⁵ É por isso que Nelson Eizirik afirmou que um dos motivos para os reduzidos índices de repressão ao *insider trading* pelo Judiciário é a falta de adequação do direito processual às normas de proteção às minorias, na medida em que aquele não absorve demandas grupais, mas apenas individuais.⁹⁶

É por conta da tomada de consciência a respeito da necessidade de se ofertar ao jurisdicionado tutela coletiva nesse âmbito que se desenvolve em outros países um movimento de criação de mecanismos de litigância coletiva, com modelos similares à *class action* norte-americana, sendo comum que se afirme que tais mecanismos são necessários, mas devem ter aspectos diversos dos norte-americanos, como, por exemplo, o afastamento

⁹⁴ Cf. Sérgio Cruz Arenhart, *A tutela coletiva...*, p. 212. Sobre a necessidade de adaptação do direito processual ao direito societário, cf. João Paulo Hecker da Silva, *Processo societário – tutelas de urgência e da evidência*. Brasília: Gazeta Jurídica, 2014, n. 8 p. 65; e Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira, “Apresentação”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 21-23.

⁹⁵ Cf. Oscar Barreto Filho, “Medidas judiciais da companhia contra os administradores”. *RDM*, n. 40, out./dez. 1980, p. 15.

⁹⁶ Cf. “‘Insider trading’...”, p. 61.

do papel empreendedor do advogado.⁹⁷ É evidente que não se deve, acriticamente, transplantar esse modelo para o Brasil. Mas é necessário encontrar mecanismos de litigância agregada,⁹⁸ e institutos e experiências daquele sistema podem e devem ser aproveitados com essa finalidade.

Os mecanismos processuais de aglutinação de interesses são necessários porque as perdas sofridas por investidores não têm, individualmente, valor que justifique a propositura de demandas individuais, pois os encargos processuais podem suplantar o benefício buscado.⁹⁹ Tais demandas têm “valor negativo”, e se perderão se não forem agregadas em um veículo processual único.¹⁰⁰ A única forma de expressar em juízo esse conflito é pela reunião das pretensões individuais para julgamento conjunto.¹⁰¹

Além disso, é ineficiente e antieconômico discutir em diversos processos a mesma questão, isto é, indagar e concluir, repetidas vezes, se o ato ilícito foi ou não praticado, e qual a extensão do dano. As pretensões de valor reduzido são as mais prejudicadas pela barreira dos custos.¹⁰² A defesa coordenada dos interesses individuais homogêneos atende aos ditames da economia processual, desafoga o Poder Judiciário, observa o princípio da isonomia e assegura o acesso à justiça, especialmente para litígios de baixo valor individual.¹⁰³

E mais. Além de importar em indevido dispêndio de recursos do Estado e dos agentes econômicos, a multiplicação de demandas com o mesmo objeto também traz o risco da prolação de decisões contraditórias,¹⁰⁴ repudiado pelo sistema. O tratamento

⁹⁷ Cf. Samuel Issacharoff e Geoffrey Miller, “Will aggregate litigation come to Europe?”. *Vanderbilt Law Review*, v. 69, 2009, p. 180 e 191.

⁹⁸ Sobre a tendência da legislação europeia rumo ao estabelecimento de mecanismos legais de litigância privada, v. Richard A. Nagareda, “Aggregate litigation across the atlantic and the future of American exceptionalism”. *Vanderbilt Law Review*, v. 62, n. 1, jan. 2009.

⁹⁹ Cf. Sofia Nascimento Rodrigues, *A protecção dos investidores...*, p. 58; Ian Hunter e Louis Flannery, “Class action and arbitration procedures – United Kingdom”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 185; e Lászlo Kecskés e Lajos Wallacher, “Class action and arbitration procedures – Hungary”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 87.

¹⁰⁰ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 3.

¹⁰¹ Cf. Sérgio Cruz Arenhart, *A tutela coletiva...*, p. 234.

¹⁰² Cf. Mauro Cappelletti e Bryant Garth, *Acesso à justiça*, p. 19.

¹⁰³ Cf. Aluisio Gonçalves de Castro Mendes, *Ações coletivas...*, n. 16.7, p. 226.

¹⁰⁴ Cf. Lionel Zaclis, *Protecção coletiva...*, n. 2.6 e 5.1, p. 61 e 185.

coletivo de pretensões que, embora individuais, são homogêneas e têm origem comum, afasta o risco de decisões conflitantes e uniformiza orientações.

O acesso efetivo à solução de controvérsias de pequeno valor estimula a aplicação voluntária do direito material.¹⁰⁵ Se não houver mecanismos de aglutinação de tais interesses, eles só serão tutelados quando os prejudicados pelo ato ilícito forem titulares de participação acionária em volume elevado,¹⁰⁶ o que é um grande incentivo ao desrespeito à lei. É essencial para um sistema de responsabilidade civil moderno que se consiga reunir prejudicados, pois, caso contrário, serão dados incentivos para que sejam adotados comportamento ineficientes, como cartéis e fraudes de mercado.¹⁰⁷

A única maneira – ou, pelo menos, a mais eficiente – de proteger esses direitos é os aglutinando.¹⁰⁸ Daí a necessidade de se ofertar mecanismos de substituição processual e tutela coletiva que protejam tais grupos, para que ilícitos que, individualmente, são de valor reduzido, não fiquem impunes e, o grupo, desguarnecido.¹⁰⁹

É verdade que num modelo como o brasileiro, de capital concentrado, talvez seja apenas parcialmente correto dizer que não há uma tutela efetiva do mercado de capitais porque não há mecanismos de litigância coletiva. O mercado brasileiro se caracteriza por uma forte concentração de capital e pela presença relevante de investidores institucionais. Esses investidores deveriam ter, ao menos em tese, incentivos para ajuizar demandas contra atos ilícitos, mas deixam de fazê-lo.

Mas seja porque os investidores institucionais não cumprem esse papel, seja porque, mesmo que o fizessem, ainda assim seria preciso apresentar uma via de acesso à justiça para os demais acionistas e investidores, é necessário avançar no debate e estabelecer mecanismos de litigância agregada no Brasil. Nosso direito já contempla alguns, que precisam ser melhorados. E esse é o mote deste trabalho.

¹⁰⁵ Cf. Antonio Gidi, *A class action...*, p. 33.

¹⁰⁶ Cf. Theodor Baums e Kenneth Scott, “Taking shareholder...”, p. 12.

¹⁰⁷ Cf. Guido Ferrarini e Paolo Giudici, “Financial scandals...”, p. 42.

¹⁰⁸ Cf. James Cox, Robert Hillman e Donald Langevoort, *Securities regulation...*, p. 789; e Bernard Black, “The core institutions that support strong securities markets”. *The Business Lawyer*, v. 55, ago. 2000, p. 1.588.

¹⁰⁹ É com esse espírito que Antonio Gidi diz que “o principal fator de estímulo à prática de ilícitos de pequeno valor contra um grupo de pessoas em uma sociedade desprovida de tutela coletiva de direitos é a sua lucratividade associada à certeza de impunidade” (cf. *A class action...*, p. 33).

11. A efetividade do sistema brasileiro de *enforcement*

Colhe-se com frequência na doutrina a opinião de que o sistema brasileiro de cumprimento forçado das normas de mercado de capitais é pouco efetivo.¹¹⁰ Exemplo disso é a assertiva de que no Brasil não há mecanismo que “satisfaça de forma eficiente os interesses dos investidores do mercado de capitais”.¹¹¹ Sob a perspectiva do direito societário, já se disse que reforma legislativas se ocuparam principalmente do direito material, “tendo ficado em segundo plano a preocupação de criar um sistema eficiente de solução de conflitos, voltado a assegurar o cumprimento dessas normas”.¹¹²

É também com esse espírito que se alude à “escassa litigância sobre responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas”¹¹³ e ao “diagnóstico de que as ações de responsabilidade civil são pouco utilizadas como instrumento de responsabilização de administradores de companhias abertas”.¹¹⁴ Afirma-se, na mesma direção, que é “extremamente pobre a verificação concreta do cumprimento dos deveres do controlador e dos administradores” e que o direito brasileiro apresenta “baixíssima efetividade na concretização dos deveres do controlador e dos administradores”.¹¹⁵ Alude-se à “rarefação da casuística brasileira” sobre responsabilidade civil envolvendo sociedades comerciais.¹¹⁶

A literatura já produzida sobre o tema faz referência ao número reduzido de ações derivadas e a uma sintomática apatia dos sócios, especialmente nas macrocompanhias e naquelas cujos estatutos sociais contêm cláusula compromissória de arbitragem, que funciona como um desestímulo ao ajuizamento de demandas.¹¹⁷ Fala-se, ainda, na

¹¹⁰ Cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, “Legal protection...”, p. 184; e Viviane Muller Prado e Vinícius Correa Buranelli, “Relatório da pesquisa...”, p. 4.

¹¹¹ Cf. Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, “Os empecilhos...”, p. 192. De certa forma, é o que também diz Calixto Salomão Filho, ao afirmar que o modelo brasileiro de concentração de poderes nas mãos do acionista controlador não vem acompanhado, como contrapartida, de proteção efetiva dos demais sócios e dos demais interesses envolvidos pela sociedade (cf. “Direito societário...”, p. 53).

¹¹² Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema...”, p. 79.

¹¹³ Cf. José Marcelo Martins Proença e Alberto Barbosa Jr., “Notas sobre...”, p. 373.

¹¹⁴ Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 8.

¹¹⁵ Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do patrimonialismo...”, p. 12 e 20.

¹¹⁶ Cf. Osma Brina Corrêa-Lima, *O acionista minoritário...*, p. 111.

¹¹⁷ Cf. Marcelo von Adamek, *Abuso de minoria...*, p. 206 e 207.

“inadequação das regras processuais às disposições da Lei de Sociedades por Ações”, que, aliada à morosidade, onerosidade e ineficiência do Judiciário, responderia pela inércia das minorias acionárias.¹¹⁸

Para além dessas opiniões, há também algumas pesquisas que procuraram firmar evidências empíricas nessa direção.

Um interessante estudo realizado por Ana Carolina Rodrigues concluiu que as ações de responsabilidade civil são pouco utilizadas como instrumento de responsabilização de administradores de companhias abertas. Esse entendimento partiu do diagnóstico de que o número de tais demandas contra administradores de companhias abertas é escasso, na comparação com o número de processos administrativos sancionadores julgados pela CVM.¹¹⁹ O cotejo entre as duas realidades mostrou haver um claro desequilíbrio entre as demandas indenizatórias judiciais e aqueles processos administrativos.

A mencionada autora efetuou um levantamento nos sítios eletrônicos dos tribunais superiores e nos tribunais de justiça do sudeste e do sul do país (TJSP, TJRJ, TJMG, TJES, TJRS, TJSC e TJPR), em busca de julgados proferidos entre 2000 a 2010, relativos às ações de responsabilidade. Promoveu pesquisa nos sítios eletrônicos da CVM e da BM&FBOVESPA, analisando todas as atas de assembleia de companhias abertas daquele mesmo período, em busca de deliberações assembleares versando sobre propositura de ação contra administradores da companhia, conforme exigido pelo art. 159 da Lei das S/A. A pesquisa encontrou 11 (onze) deliberações tratando do assunto, sendo 7 (sete) deliberações positivas (aprovação da propositura da demanda) e 4 (quatro) deliberações negativas (rejeição da propositura da demanda).

Conjugando os resultados desses diferentes métodos de pesquisa, Rodrigues encontrou 5 (cinco) processos julgados em segunda instância e 10 (dez) atas de assembleia

¹¹⁸ Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Direito das minorias...”, p. 111.

¹¹⁹ “De acordo com os dados reunidos ao longo deste trabalho, foi possível verificar que as ações de responsabilidade civil contra administradores de companhias abertas são escassas, especialmente se comparadas com o volume de processos administrativos sancionadores julgados pela CVM: não mais de 11 casos em esfera judicial contra 210 casos em esfera administrativa” (cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 105). De modo mais resumido, a pesquisa também está refletida no artigo “A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas e a proteção dos acionistas minoritários”. *Revista de Direito Público da Economia*, n. 45, jan./mar. 2014, onde concluiu que “a ação de responsabilidade civil, a despeito da sua importância, parecer apresentar sérios obstáculos à sua propositura” (p. 29).

geral deliberando a respeito da propositura de ação de responsabilidade contra administradores. Apenas 6 (seis) dessas atas referiam-se a casos que poderiam ter dado ensejo à propositura da ação, na medida em que, em 4 (quatro) das 10 (dez) atas encontradas, a deliberação foi pelo não ajuizamento da ação e não havia, em tais companhias, acionistas minoritários que atingissem o quórum de 5% do capital social exigido pelo art. 159, § 4º da Lei das S/A em caso de deliberação negativa. Essa pesquisa indicou, assim, que o número dessas ações de responsabilidade civil no período não seria maior do que 12 (doze).¹²⁰

O estudo também analisou os processos sancionadores da CVM julgados entre 2000 e 2010, que tinham como acusados administradores de companhias abertas não financeiras. Foram encontrados 210 (duzentos e dez) processos administrativos sancionadores com esse objeto, dos quais cerca de 15% (quinze por cento) – isto é, 32 (trinta e dois) processos – foram iniciados por reclamações de investidores, tendo os demais aproximadamente 85% sido iniciados de ofício pela autarquia.¹²¹

Embora o número de processos administrativos sancionadores iniciados por provocação de investidores seja modesto se comparado com o número total de tais processos – o que mostra uma proporção elevada de medidas iniciadas de ofício pela autarquia –, trata-se de número bastante superior ao de precedentes encontrados na esfera judicial: são 32 (trinta e dois) processos administrativos sancionadores em oposição a 11 (onze) processos judiciais. Essa constatação sugere que os investidores *preferem se manifestar pela via administrativa a utilizar a via judicial*. É uma possível resposta para isso é o fato de que as denúncias ou reclamações perante a CVM são apresentadas de modo mais simples, apreciadas mais rapidamente e têm um custo mais baixo na comparação com uma demanda judicial e, mais ainda, arbitral.¹²²

O trabalho de Rodrigues, nesse sentido, aponta diferenças entre os sistemas de responsabilidade civil e responsabilidade administrativa, tais como (i) a necessidade de advogado para o ajuizamento de ações judiciais e a desnecessidade de advogado para se fazer uma reclamação ou denúncia à CVM; (ii) a necessidade de deliberação assemblear para a propositura de ação social de responsabilidade contra administradores (Lei das S/A,

¹²⁰ Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 66-69 e 118-121.

¹²¹ *Ibidem*, p. 121-164.

¹²² *Ibidem*, p. 78.

art. 159) e a desnecessidade de tal deliberação para a instauração de processo administrativo sancionador; (iii) o efeito extintivo da aprovação das contas e demonstrações financeiras sem ressalvas (Lei das S/A, art. 134, § 3º) e a inaplicabilidade de tal efeito na esfera administrativa; (iv) a previsão de exclusão de responsabilidade do administrador que agiu com boa-fé (Lei das S/A, art. 159, § 6º) e a inexistência de tal previsão na esfera administrativa; (v) previsão de verba sucumbencial na esfera judicial e inexistência de tal previsão na esfera administrativa; (vi) possibilidade de início do processo administrativo por iniciativa da CVM (de ofício) e necessidade de provocação para ações judiciais; e (vii) tecnicidade dos julgadores na esfera administrativa, superior à dos julgadores da esfera judicial, entre outros motivos.¹²³

O alto volume de condenações em esfera administrativa afasta o argumento de que a legislação material seria tão eficiente a ponto de desestimular as condutas ilícitas, e sinaliza que o ilícito existe, mas é melhor e mais frequentemente sancionado nessa esfera.¹²⁴ Não haveria problema nessa constatação se a via administrativa fosse uma alternativa adequada à solução de tais conflitos, mas, como se verá no item 17.2, não é, especialmente sob a ótica da reparação civil.

Esse estudo corrobora a opinião de Paulo Cezar Aragão de que a tutela administrativa prestada pela CVM e a proteção judicial dos investidores e do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários não são adequadamente interligadas.¹²⁵ Esse mesmo autor apontou, aliás, que nos mais de trinta anos de vigência do Decreto-Lei 2.627/40 (diploma que dispunha sobre a sociedade por ações anteriormente à Lei das S/A), houve apenas um caso judicial de discussão sobre responsabilidade de administradores de sociedades anônimas.¹²⁶

Outro interessante estudo empírico foi realizado por Viviane Muller Prado e Vinícius Buranelli, que analisaram acórdãos do Tribunal de Justiça de São Paulo sobre temas de direito societário e mercado de capitais no período compreendido entre 1998 e 2005. Foram encontrados 50 (cinquenta) casos envolvendo questões relacionadas a direito

¹²³ Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 106; e “A responsabilidade civil...”, p. 29.

¹²⁴ Vai nessa linha a observação de Nelson Eizirik de que a repressão ao insider trading ocorre de maneira “satisfatória e uniforme” no âmbito da competência administrativa da CVM, mas na órbita do Poder Judiciário isso não acontece (cf. “Insider trading?...” p. 61).

¹²⁵ Cf. Paulo Cezar Aragão, “A CVM em juízo...”, p. 39.

¹²⁶ *Ibidem*, p. 40.

societário, mas apenas 3 (três) deles referiam-se à responsabilidade civil de controladores e administradores.

Essa pesquisa avaliou inúmeras variáveis nas amostras colhidas e indicou que nos processos envolvendo direito societário a maior parte das demandas foi ajuizada por pessoa física (66%), hipótese seguida por demandas iniciadas por investidor institucional (18%), pessoa jurídica (14%) e Ministério Público (2%). Os réus dessas demandas foram a sociedade (88%), o acionista controlador (10%) e o administrador (2%). Já nos processos tendo por objeto matérias de mercado de capitais, a iniciativa de ajuizamento foi de pessoa física (56,1%), Ministério Público (19,5%), pessoa jurídica (12,2%), corretora de valores mobiliários (8,5%), bolsa de valores (2,4%) e investidor institucional (1,2%). Os réus dessas demandas foram corretora (59,8%), pessoa física (17,1%), bolsa de valores (12,2%), pessoa física e corretora em litisconsórcio (6,1%), pessoa jurídica (2,4%) e investidor institucional (2,4%).¹²⁷

A pesquisa evidenciou que demandas de responsabilização de acionista controlador e de administradores são pouco frequentes, na comparação com outras matérias (apenas 6% da amostra).¹²⁸ Em um ambiente em que é historicamente alta a ocorrência de extração de benefícios privados de controle, esse número sugere serem pouco sancionadas condutas abusivas praticadas pelo acionista controlador.¹²⁹

Outra conclusão interessante desse estudo é que o número de demandas ajuizadas por investidores institucionais é relativamente baixo, tanto em processos envolvendo direito societário, como relacionadas a direito do mercado de capitais, embora se esperasse uma conduta mais ativa e relevante desse investidor.¹³⁰

Da mesma forma, pesquisa conduzida por Paulo de Lorenza Messina e Paula Andrea Forgioni analisou a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal, Superior Tribunal de Justiça, Tribunal de Justiça de São Paulo e Tribunais de Alçada Cíveis de São Paulo,

¹²⁷ Viviane Muller Prado e Vinícius Buranelli. “Relatório da pesquisa...”, p. 17, 27 e 28.

¹²⁸ Cf. Viviane Muller Prado e Vinícius Buranelli, “Relatório da pesquisa...”, p. 36.

¹²⁹ Cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, “Legal protection...”, p. 180.

¹³⁰ Cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, “Legal protection...”, p. 180.

proferidos entre os anos de 1986 a 1998, encontrando apenas 3 (três) decisões relativas à responsabilidade civil de administradores.¹³¹

Outro relevante estudo empírico, também realizado por Viviane Muller Prado, focou-se em mecanismos de ressarcimento de prejuízos derivados de falhas informacionais. Com base em levantamento feito nos Tribunais de Justiça das regiões Sul e Sudeste e nos Tribunais Regionais Federais da Terceira e Quarta Regiões, foram identificados apenas 3 (três) casos envolvendo pleitos individuais de ressarcimento de investidores por falhas informacionais. E apenas 1 (um) caso em que investidores foram de fato indenizados em decorrência de falha informacional.¹³²

Também sobre falhas informacionais, Aline de Menezes Santos escreveu, em artigo publicado em 2010, que, embora tenham sido realizadas no Brasil mais de 140 (cento e quarenta) ofertas públicas de valores mobiliários entre 2004 até setembro de 2010, o que fez com o número de companhias abertas brasileiras saltasse de 358 (trezentos e cinquenta e oito) para 400 (quatrocentas), “não há precedentes judiciais ou administrativos recentes relativos à responsabilidade do emissor ou da instituição intermediária das ofertas”.¹³³

A jurisprudência relativa a medidas de responsabilização da sociedade por prejuízos causados aos sócios e a terceiros também é “relativamente reduzida”.¹³⁴

O diagnóstico se aplica igualmente aos processos coletivos. Embora a Lei 7.913/89, que cuida da tutela coletiva dos investidores do mercado de valores mobiliários, tenha sido promulgada em 1989, ela foi pouco aplicada. Prova disso é que, em 2007 – quando a referida lei já completara 18 (dezoito) anos de vigência –, foram identificadas apenas 9 (nove) ações civis públicas ajuizadas até então com fundamento nessa legislação.¹³⁵

¹³¹ Cf. *Sociedade por ações: jurisprudência, casos e comentários*. São Paulo: RT, 1999.

¹³² Cf. “Não custa nada mentir...”, p. 4 e 13-17.

¹³³ Cf. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. In: *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* (coord. Marcelo von Adamek). São Paulo, 2011, p. 227 e 228.

¹³⁴ Cf. Arnoldo Wald, “Considerações sobre...”, p. 16.

¹³⁵ Cf. Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, p. 178-183.

Em um dos trabalhos referidos há pouco, Viviane Muller Prado encontrou, em pesquisa jurisprudencial feita nos Tribunais de Justiça das regiões Sul e Sudeste e nos Tribunais Regionais Federais da Terceira e Quarta Regiões, apenas 3 (três) decisões proferidas em ações civis públicas ajuizadas pelo Ministério Público e 2 (duas) em ações civis coletivas ajuizadas por associações de investidores, tendo por objeto indenização decorrente de falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. O achado sugere que também sob a ótica coletiva o Judiciário “não aparece como uma instituição constantemente procurada por investidores”.¹³⁶

Mais do que isso, o estudo mostrou não apenas ser reduzido o número de tais ações coletivas, mas também que elas não são um mecanismo efetivo de reparação, na medida em que em nenhuma delas houve condenação e efetivo ressarcimento de investidores.¹³⁷

O cenário da arbitragem não é diferente. Embora haja poucos estudos empíricos e estatísticas¹³⁸ a respeito do tema – em razão da confidencialidade comum aos processos arbitrais –, há motivos para questioná-la como um efetivo mecanismo de solução de controvérsias societárias envolvendo companhias abertas.

De acordo com informações fornecidas pela Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), até dezembro de 2016 tinham sido instauradas 80 (oitenta) arbitragens perante aquele centro, sendo 4 (quatro) em 2010, 7 (sete) em 2011, 16 (dezesesseis) em 2012, 7 (sete) em 2013, 16 (dezesesseis) em 2014, 15 (quinze) em 2015 e 15 (quinze) em 2016.

Desse total, 38 (trinta e oito) encontravam-se ativas e 42 (quarenta e dois) haviam sido encerradas. Além disso, 63% (sessenta e três por cento) tinham por objeto matérias de direito societário, 25% (vinte e cinco por cento) contratos empresariais em geral e 12% (doze por cento) operações em bolsa. Esses dados indicam que apenas 14% (quatorze por

¹³⁶ Cf. “Não custa nada mentir...”, p. 25.

¹³⁷ Cf. “Não custa nada mentir...”, p. 25.

¹³⁸ Há alguns poucos estudos empíricos sobre arbitragem no Brasil, podendo ser citados os seguintes estudos, que, contudo, pouco contribuíram para o objeto desta tese (cf. Selma Lemes, Adriana Braghetta, Daniela Gabbay, Eleonora Pitombo e Rafael Alves. “Arbitragem e Poder Judiciário: uma radiografia dos casos que chegam ao Judiciário brasileiro”. *Cadernos Direito GV*, v. 6, n. 6, nov. 2009; CBAR-Comitê Brasileiro de Arbitragem. *Separata – Arbitragem no Brasil – Pesquisa CBAr-Ipsos*. São Paulo: IOB, 2012; e Selma Lemes, *Análise da Pesquisa Arbitragem em Números de 2010 a 2013*, <http://selmalemes.adv.br/artigos/An%C3%A1lise%20da%20Pesquisa%20Arbitragem%20em%20N%C3%BAmoros%20-2010-2013.pdf> (consultado em 21.11.16).

cento) dessas arbitragens foram iniciadas em razão de cláusula compromissória estatutária obrigatória, sendo 4% (quatro por cento) de cláusulas estatutárias facultativas e 82% (oitenta e dois por cento) de cláusulas previstas em outros negócios jurídicos.

Se considerado que em dezembro de 2016 havia 148 (cento e quarenta e oito) companhias integrantes do Novo Mercado e do Nível 2¹³⁹ (número que já foi maior), e se firmada a premissa de que todos os litígios societários envolvendo tais companhias deveriam ser resolvidos por meio de arbitragem, o número de processos arbitrais administrados pela CAM é extremamente reduzido. O que sugere que também nesse âmbito as ferramentas de tutela são pouco efetivas.

Essa conclusão é ainda pior se considerado que muitas das arbitragens administradas pela CAM envolvem partes que a elegeram espontaneamente como órgão arbitral, e disputas privadas, como, por exemplo, discussões relativas a acordos de acionistas. É extremamente relevante, por isso, o dado de que, do total de arbitragens até hoje administradas pela CAM, apenas 14% (quatorze por cento) referem-se a litígios originados em razão de cláusulas compromissórias estatutárias obrigatórias. Ou seja, de um total de 80 (oitenta) arbitragens administradas até hoje, apenas 11 (onze) arbitragens relacionaram-se às companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2. Esse número é extremamente baixo.

Diante da ausência de estatísticas e dados públicos, não é possível traçar com segurança um diagnóstico seguro sobre a efetividade da arbitragem enquanto mecanismo de solução de controvérsias societárias e de mercado. Mas os poucos dados a que se teve acesso, somados às considerações acima, mostram que, embora parte significativa do contencioso de companhias abertas brasileiras esteja submetida à arbitragem, é extremamente baixo o número de litígios submetidos à arbitragem. Isso mostra que, sendo a arbitragem a única via para a solução de tais litígios, ela não está sendo utilizada e, conseqüentemente, as controvérsias que surgem estão permanecendo latentes, sem acessar algum mecanismo para que possam ser solucionadas.

As considerações feitas há pouco mostram que os mecanismos de *enforcement* do mercado de capitais brasileiro, especialmente sob a ótica da tutela indenizatória, são pouco efetivos, quer por conta do reduzido número de medidas tomadas, quer por conta da

¹³⁹ http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm (consultado em 28.12.16).

ausência de resultados concretos. Os estudos empíricos mencionados confirmam a noção de que é baixo o número de medidas judiciais tomadas em defesa dos sujeitos do mercado de capitais, como ações indenizatórias movidas contra administradores, contra acionistas controladores e contra as próprias companhias.

Era de se esperar uma postura mais proativa de investidores com participação relevante, como os investidores institucionais.¹⁴⁰ A titularidade de grande volume de ações, somada à profissionalidade e à capacidade de interpretar as informações disponíveis são fatores que, em tese, estão associados a um maior monitoramento da administração e do controlador, e ao exercício de direitos e prerrogativas estabelecidos na legislação.¹⁴¹ Mas nem mesmo desse investidor derivam iniciativas relevantes e bem-sucedidas.

Como já se adiantou desde o início deste trabalho, há inúmeras causas para esse estado de coisas. Algumas delas são deficiências da legislação processual. Elas não são as únicas causas, mas certamente contribuem para esse contexto. O próximo capítulo se dedicará à análise de quais são esses gargalos processuais.

¹⁴⁰ Sobre o papel do investidor institucional enquanto acionista, v. Melvin Aron Eisenberg, *The structure of the corporation*. Washington: Beard Books, 2006, § 5.6, p. 56-63.

¹⁴¹ Cf. Luis André Negrelli de Moura Azevedo, “Ativismo dos investidores...”, p. 242.

CAPÍTULO II. ACESSO À JUSTIÇA: ÓBICES PROCESSUAIS À CONSECUÇÃO DA TUTELA INDENIZATÓRIA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

12. Ações indenizatórias previstas pela Lei das S/A

A leitura da Exposição de Motivos da Lei das S/A mostra que seus idealizadores quiseram consagrar um modelo em que o acionista controlador e os administradores – por ele eleitos e orientados – gozam de ampla liberdade, e, em contrapartida, sujeitam-se a um regime de regras estritas de responsabilidade.¹⁴²⁻¹⁴³ Optou-se, é dizer, por atribuir-lhes autonomia e, por outro lado, exigir-lhes deveres rigorosos, estipulando-se em caso de desrespeito a tais preceitos a invalidade de atos (Lei das S/A, arts. 115, § 4º e 156, § 2º) e um regime típico de responsabilização (art. 116, 117, 153 a 158 e 245), que lista, em caráter exemplificativo, condutas que caracterizam abuso de poder de controle e violação a deveres fiduciários.¹⁴⁴

Para efetivar tais deveres, a lei prevê algumas demandas típicas, como a (i) ação de responsabilidade contra administradores (art. 159) e a (ii) ação de responsabilidade contra sociedade controladora nos grupos de fato (art. 246),¹⁴⁵ que, pelos motivos expostos, são uma peça fundamental na engrenagem que é o microsistema da Lei das S/A. Nesse sentido, para Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira as regras que estipulam a

¹⁴² Cf. Item 5, letras “a” e “b” da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.

¹⁴³ Cf. Calixto Salomão Filho, “Organização interna: estrutura orgânica tríplice”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 84 e “Deveres fiduciários...”, p. 169; Jorge Lobo, “Reforma da Lei das S.A.”. In: *A reforma da Lei das S.A.* (coord. Jorge Lobo). São Paulo: Atlas, 1998, p. 28; e Eduardo Secchi Munhoz, *Aquisição de controle...*, p. 88, nota 59, e p. 303.

¹⁴⁴ Vale dizer que a Lei das S/A prevê também a responsabilidade do acionista minoritário, pelo descumprimento dos deveres que lhe impõe. O *caput* do seu art. 115 estabelece que o acionista deve exercer seu direito de voto de acordo com o interesse da companhia, ao passo que o § 3º fixa a responsabilidade do acionista, inclusive minoritário, pelo voto abusivo (cf. Alfredo Lamy Filho, “O acionista controlador e a nova Lei de S.A.”. In: *Temas de S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 157).

¹⁴⁵ A submissão do interesse da companhia a outro interesse (da controladora) só é admitido nos grupos de direito e, ainda assim, nos limites exatos da convenção grupal, que estabelece o interesse comum do grupo. Fora dessas situações, aquela submissão é ilegal, por abuso de poder de controle (cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Conflito de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais”. *RDM*, n. 51, 1963, p. 32). De acordo com Calixto Salomão Filho, o art. 246 instrumentaliza uma espécie de “responsabilidade extracontratual societária”, em favor da sociedade (cf. “Alienação de controle: vaivém da disciplina e seus problemas”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 131).

responsabilização do controlador são “a pedra angular do conjunto de normas que regem as sociedades por ações”.¹⁴⁶

Tanto é que a Exposição de Motivos da lei afirmou que a sua Seção IV, intitulada “Deveres e Responsabilidades”, localizada no Capítulo XII – Conselho de Administração e Diretoria, “é Seção de maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui verdadeira defesa da minoria”. Isso mostra a relevância que a legislação atribui aos deveres de administradores, como forma de resguardar os interesses da companhia e dos acionistas minoritários.¹⁴⁷

Essas demandas podem ser movidas pela própria companhia, contra o administrador e contra o acionista controlador. Mas, considerando o fato de que a companhia é representada (ou apresentada) por seus administradores (Lei das S/A, art. 144) – que, por sua vez, são eleitos pelo controlador –, sem a atribuição de legitimidade extraordinária para que o minoritário pleiteie a tutela do patrimônio social estaria aberto um evidente caminho à *tiranía do controlador*.¹⁴⁸ Como a sociedade é capitaneada pelo controlador e representada pelos administradores que aquele elege, dificilmente seriam tomadas medidas contra eles se não se outorgasse essa legitimidade aos demais acionistas.¹⁴⁹

As ações derivadas são, portanto, essenciais para o funcionamento de um sistema de imputação de deveres e responsabilidades atribuídos ao controlador e aos administradores, e, conseqüentemente, de proteção dos interesses da companhia frente aos

¹⁴⁶ Cf. “Abuso do poder de controle em aumento de capital social de banco comercial”. In: *A Lei das S/A*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 244.

¹⁴⁷ Cf. Ana Carolina Rodrigues, “A responsabilidade civil...” p. 11. Essa é, de acordo com Nelson Eirizik, uma tendência evolutiva do direito societário moderno (cf. “‘Insider trading’...”, p. 59). Tais regras assumem ainda maior dimensão pelo fato de que as deficiências contidas na lei, associadas à falta de instituições eficientes no seu cumprimento forçado, fizeram com que se consolidasse no país um ineficiente sistema de capital concentrado, no qual o controlador tem liberdade de extrair benefícios privados do controle (Cf. Eduardo Secchi Munhoz, *Alienação de controle...*, p. 91).

¹⁴⁸ Daí dizer Dinamarco, a respeito do art. 246, § 1º da Lei das S/A, que “foi nítida a intenção do legislador obstar aos males de uma *tiranía do controlador*, o qual, dispondo dos cargos de diretoria da sociedade anônima, tem na prática o comando das ações e omissões dos diretores, seus subordinados; sem a legitimidade concedida aos minoritários e sem o efetivo exercício da ação por eles, estaria aberto um caminho muito fácil à impunidade da sociedade controladora, de nada valendo as normas de direito substancial que definem sua responsabilidade civil por atos abusivos” (cf. “Sociedades anônimas e legitimidade...”, p. 643).

¹⁴⁹ Cf. Dario Latella, “Shareholder derivative suits: a comparative analysis and the implications of the European Shareholders’ Rights Directive”. *European Company and Financial Law Review*, v. 6, n. 2, 2009, p. 313; e Gabriel Saad Kik Buschinelli e Rafael Helou Bresciani, “Aspectos processuais...”, p. 249.

danos causados por tais agentes. São mecanismos de tutela da minoria, por meio das quais os proprietários não controladores demandam, em nome da sociedade, os membros dos órgãos de administração da sociedade, em razão da violação aos deveres a que se sujeitam.¹⁵⁰ Ao empregá-las, o acionista *veste os sapatos da companhia*.¹⁵¹

As hipóteses previstas nos §§ 3º e 4º do art. 159 e no § 1º do art. 246 da Lei das S/A tratam, sem dúvida, de substituição, e não de representação processual.¹⁵² O acionista que vai a juízo e propõe essas demandas é parte, titular de todas as situações processuais inerentes a essa condição. Enquanto tal, (i) suporta os encargos financeiros do processo, (ii) desfruta de todas as faculdades e (iii) submete-se a todos os ônus e deveres a que se sujeita a parte. Como não é titular da relação de direito material, porém, os benefícios impostos pela sentença reverterem à sociedade,¹⁵³ e o sócio não pode dispor do direito controvertido. O substituto processual é autorizado a ir a juízo unicamente para defesa de interesses do substituído, mas não detém legitimidade para dispor ou renunciar a tais

¹⁵⁰ Cf. Rui Pereira Dias, “Tutela da minoria social e convenções relativas às ações de responsabilidade”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 697. Tais ações, de acordo com John Coffee Jr., tiveram seu pico nos Estados Unidos após a Grande Depressão de 1929, e desde então declinaram em importância, embora recentemente tenham voltado a ser mais frequentes nas cortes norte-americanas (cf. *Entrepreneurial litigation...*, p. 45-28). A respeito da infrequência de tais ações em países europeus, cf. Martin Gelter, “Why do shareholder derivative suits remain rare in continental Europe?”. *Brooklyn Journal of International Law*, v. 37, n. 3, 2012, p. 843-892.

¹⁵¹ Cf. Alexandre Couto Silva, *Responsabilidade dos administradores...*, n. 4.16.1, p. 232. É por isso que se diz que, tradicionalmente, há duas categorias de medidas que procuram exigir o cumprimento forçado de direitos do administrador e do controlador: ações derivadas, propostas por acionistas em benefício da companhia, e ações diretas (individuais ou coletivas), propostas por acionistas em seu próprio benefício (cf. Roberta Romano, “The shareholder suit: litigation without foundation?”. *The Journal of Law, Economics & Organizations*, v. 7, n. 1, 1991, p. 57; e Robert Clark, *Corporate law*. Boston: Little, Brown & Company, 1986, p. 639).

¹⁵² Cf. José Luiz Bulhões Pedreira, “Responsabilidade civil do diretor de S.A.”. In: *A Lei das S/A*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 408; Cândido Rangel Dinamarco, “Sociedades anônimas e legitimidade...”, n. 389 e 400, p. 606 e 623, e “Sociedades anônimas e responsabilidade civil do administrador – legitimidade dos acionistas minoritários. *Processo Civil Empresarial*. São Paulo: Malheiros, 2010, n. 431, p. 667; José Alexandre Tavares Guerreiro, “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”. *RDM*, n. 42, abr./jun. 1981, p. 82 e “Conflito de interesse...”, p. 31; Fran Martins “Ação individual de responsabilidade civil contra administradores de sociedades anônimas”. In: *Novos estudos de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 144; Leonardo Parentoni, “Ônus da sucumbência nas ações de responsabilidade civil contra o administrador de sociedades empresárias”. In: *Sociedades anônimas e mercado de capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima* (coords. Arnaldo Wald, Fernando Gonçalves, Moema Soares de Castro, Bernardo Freitas e Mário Tavernard). São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 367. É por esse motivo que Modesto Carvalhosa afirma que ao proporem a ação prevista pelo art. 246, os acionistas minoritários agem como órgão da sociedade, em defesa do patrimônio social (cf. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. IV, t. II. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 36 e 41). No direito italiano, Luigi Paolo Gomoglio, Corrado Ferri e Michele Taruffo exemplificam como uma hipótese de substituição processual a ação movida pelo sócio de de *società a responsabilità limitata* contra os administradores, em benefício do patrimônio da sociedade (cf. *Lezioni sul processo civile*, v. I. Bologna: Il Mulino, 1995, p. 341).

¹⁵³ Cf. Waldemar Ferreira, *Tratado de direito comercial*, v. IV. São Paulo: Saraiva, 1961, n. 861, p. 461.

direitos. Qualquer transação celebrada será, portanto, ineficaz em relação à companhia, que é a titular do direito material.¹⁵⁴

Alguns dos principais aspectos da efetivação dos deveres do controlador e dos membros dos órgãos de administração são os incentivos (e os seus limites) ao exercício do poder de litigar do sócio não controlador.¹⁵⁵ Para que esses instrumentos sejam efetivos, mas não sejam empregados abusivamente, deve haver um equilíbrio entre os incentivos e os requisitos para o exercício do direito de ação.

É mirando esse equilíbrio que o legislador brasileiro estabeleceu uma complexa teia de requisitos (isto é, exigências que devem ser cumpridas) e incentivos (isto é, estímulos para a tomada de medidas). No caso das ações derivadas previstas no art. 159 da Lei das S/A, há *requisitos* para o exercício do direito de ação, como a inércia da administração em propor a ação superior a 3 (três) meses (§ 3º) e a titularidade de pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social (§ 4º), e *incentivos* para o exercício do direito de ação, como indenização pelas despesas (§ 5º). O mesmo pode ser dito a respeito da disciplina do art. 246, que estabelece *requisitos* como titularidade de pelo menos 5% do capital social ou caução de custas e honorários (§ 1º), e *incentivos* o como reembolso de custas, pagamento de honorários de 20% e prêmio de 5% sobre a condenação (§ 2º).

Apesar dessas estruturas complexas e bem elaboradas, as ações derivadas previstas pela legislação societária não são efetivamente empregadas como mecanismos de reparação, em alguma medida por conta de obstáculos legais à sua propositura.¹⁵⁶ Além de aspectos relativos ao custo do processo, que serão analisados no item 15, sob a ótica processual há três óbices que podem contribuir para essa falta de efetividade: (i) dúvidas quanto ao cabimento da ação contra o acionista controlador, (ii) pisos de legitimação e (iii) exigência de caução.

¹⁵⁴ Cf. Cândido Rangel Dinamarco, “Sociedades anônimas e legitimidade...”, n. 402 e 407, p. 625, 626 e 633.

¹⁵⁵ Cf. Rui Pereira Dias, “Tutela da minoria...”, p. 698 e 699. Na mesma direção, Gabriel Buschinelli e Rafael Bresciani notam que “quando se tem presente a função desempenhada pela ação social *ut singuli*, percebe-se que a fixação das condições de direito material e processual para que a ação seja movida pressupõe a ponderação de interesses diversos. De um lado, não se pode estimular uma litigiosidade abusiva e sem base jurídica. De outro, é fundamental encorajar o acionista a tomar a frente e perseguir os interesses da companhia” (cf. “Aspectos processuais...”, p. 251).

¹⁵⁶ “(...) concluímos que a ação de responsabilidade civil, a despeito de sua importância, parece apresentar sérios obstáculos à sua propositura. Como consequência, a utilização desse instituto para proteção de acionistas minoritários, conforme mencionado na Introdução deste estudo, resta seriamente prejudicada” (cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 70).

12.1. Cabimento de ação indenizatória contra acionista controlador?

Apesar da importância que as ações indenizatórias contra o acionista controlador, o administrador e a sociedade controladora representam para a Lei das S/A, salta aos olhos a falta de sistematicidade com que foram disciplinadas.¹⁵⁷

O primeiro sintoma disso reside na inexistência de previsão da ação indenizatória movida contra o acionista controlador.¹⁵⁸ As ações indenizatórias contra administrador e sociedade controladora são ações típicas, positivadas nos arts. 159 e 246 daquela lei. Não há, portanto, dúvida do seu cabimento.¹⁵⁹ Mas o mesmo não acontece com a ação de responsabilidade contra *acionista* controlador, que, repita-se, não é prevista expressamente pela Lei das S/A. O que mais se aproxima dela é a regra contida no art. 117, que estabelece que “o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder”, e lista, em caráter exemplificativo, algumas condutas que se enquadram como tal. Trata-se, porém, de uma norma de direito material, que estabelece o regime de responsabilidade do acionista controlador, sem fazer menção a aspectos processuais da demanda por meio da qual é possível impor essa responsabilidade.

É de se questionar, por isso, se a demanda contra acionista controlador é admitida pelo sistema ou se o legislador teria optado por fechar a porta da via indenizatória nessa hipótese, e permitir a obtenção de indenização apenas frente à *sociedade* controladora.¹⁶⁰

A resposta à última pergunta deve definitivamente ser negativa. Sem dúvida teria sido melhor que a lei tivesse feito referência expressa à ação de responsabilidade do

¹⁵⁷ Paulo Cezar Aragão prefere usar uma expressão mais forte (“causa espécie”) para se manifestar sobre essa falta de lógica sistemática (cf. “Aspectos processuais...”, p. 71).

¹⁵⁸ Waldírio Bulgarelli também usou a expressão “causa espécie” para se referir ao hiato da lei em estabelecer um regramento para a ação de responsabilidade contra o controlador (cf. *Regime jurídico...*, p. 140).

¹⁵⁹ Embora possam ser levantadas dúvidas a respeito da legitimidade processual para a tomada dessas medidas (cf. Calixto Salomão Filho, *A sociedade unipessoal*. São Paulo: Malheiros, 1995, n. 4.2.1, p. 228).

¹⁶⁰ A respeito da diferença entre os conceitos de acionista controlador (Lei das S/A, art. 116) e de sociedade controladora (Lei das S/A, art. 243, § 2º), v. Fábio Konder Comparato, *O poder de controle...*, n. 16, p. 67; Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, *Das sociedades...*, v. 2, p. 702; e Eduardo Secchi Munhoz, *Aquisição de controle...*, p. 303 e 304. A propósito do assunto, vale dizer que este trabalho adota a posição de que também na hipótese de controle minoritário existe responsabilidade do controlador na forma do art. 117 da Lei das S/A, que, conseqüentemente, está sujeito à ação do art. 246 da Lei das S/A. Essa premissa é firmada a fim de que se afaste o entendimento de que o controle minoritário não é admitido no direito brasileiro (cf. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei...*, v. II, p. 572) e de que, portanto, não poderia haver responsabilização do controlador minoritário.

acionista controlador. Mas a circunstância de que não o fez não afasta, em absoluto, a possibilidade de concessão de tutela jurisdicional nesse sentido.

Como já tivemos a oportunidade de expor em outra sede,¹⁶¹ a ação é o direito ou o poder de iniciar o processo e de dele participar com vistas a obter o que pretende o demandante, ao retirar o Estado de sua inércia. É o direito de quem, reputando ter tido sua esfera jurídica lesada ou ameaçada de lesão, pede ao Estado que adote uma providência. Exceto em algumas poucas e excepcionais situações, o Estado veda a autotutela, reservando para si o monopólio do uso da força e da aplicação forçada do direito.

A jurisdição é inerte e, por isso, o Estado deve conceder ao jurisdicionado um mecanismo de provocar a jurisdição. Tal mecanismo é a ação, que, sob essa perspectiva, é a correspondência constitucional à vedação à justiça de mão própria. Daí a disposição contida no art. 5º, XXXV da Constituição Federal, que estabelece que “a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito”.

A garantia constitucional contida no art. 5º, XXXV da CF é “propositalmente vaga em confronto com a tipicidade mais ou menos acentuada dos direitos”.¹⁶² Enquanto os direitos correspondem a tipos previamente estabelecidos pelo ordenamento (*fattispecie*), com a previsão de modelos fáticos e o estabelecimento de consequências jurídicas para os fatos concretos que se enquadrem em tais modelos, a ação é uma garantia genérica de que toda e qualquer insatisfação poderá e deverá, desde que atendidos determinados requisitos, ser apreciada pelo Estado-julgador. Daí se dizer que a ordem jurídica moderna é um sistema de direitos e obrigações, não de ações. É criticável, por esses motivos, o art. 189 do Código Civil de 2002 (“Violado o direito, nasce para o titular a pretensão”), que, de certa forma, incidiu no mesmo erro do art. 75 do Código Civil de 1916 (“A todo direito corresponde uma ação, que o assegura”), ao transmitir a ideia, hoje superada, de que a ação, ainda que sob a alcunha de pretensão, seria resultado da lesão ao direito, concepção

¹⁶¹ Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. V (coords. Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Cruz Arenhart e Daniel Mitidiero). São Paulo: RT, 2016, p. 145; e Guilherme Setoguti J. Pereira e Walfrido Jorge Warde Jr., “Elementos para uma metodologia do processo societário”. In: *Processo Societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 850.

¹⁶² Cf. Cândido Rangel Dinamarco, “Das ações típicas”. In: *Fundamentos do processo civil moderno*, t. I, 6ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 464.

que pode ser bem resumida na superada definição da ação como o *direito armado para a guerra*.¹⁶³

A falta de positivação de uma demanda típica contra o acionista controlador não impede o cabimento dessa demanda, pois vigora em nosso direito a regra de atipicidade do direito de ação (CF, art. 5º, XXXV). A ação é um *remédio genérico*, apto “a remediar todo e qualquer mal situado no plano material”.¹⁶⁴ A ausência de previsão daquela demanda não impede que se pleiteie tutela jurisdicional pedindo indenização junto ao acionista controlador, por atos que prejudicaram o ente coletivo.

Por outro lado, é verdade que em um cenário em que a lei preocupou-se em estabelecer disciplinas específicas para as ações de responsabilidade de administrador e de sociedade controladora, a falta de positivação de uma disciplina igualmente específica para aquela terceira demanda gera dúvidas interpretativas e, conseqüentemente, insegurança jurídica.

Tanto é que, a nosso ver incorretamente, há quem defenda que a ação movida contra o acionista controlador submete-se ao regime do art. 159 da Lei das S/A.¹⁶⁵ Um desses autores (Alfredo de Assis Gonçalves Neto) fundamenta sua posição no art. 160 da Lei das S/A, que estabelece que “as normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores”. Mas, apesar da opinião do prestigioso e respeitado doutrinador, esse dispositivo claramente não serve de fundamento para a extensão do art. 159 à disciplina da responsabilidade do acionista controlador, pois os órgãos a que se refere são os conselhos técnicos ou consultivos. A norma, salvo juízo mais amadurecido, não guarda qualquer relação com a figura do acionista controlador.

A demanda de responsabilização de acionista controlador é cabível, e a ela deve ser aplicado, por analogia, com fundamento no art. 4º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro,¹⁶⁶ o regime do art. 246 da Lei das S/A. A demanda de responsabilização

¹⁶³ Ibidem, p. 472.

¹⁶⁴ Cf. Flávio Luiz Yarshell, *Tutela jurisdicional*, 2ª ed. São Paulo: DPJ, 2006, n. 7, p. 206.

¹⁶⁵ Cf. Wilson de Souza Campos Batalha, *Direito processual societário*. Rio de Janeiro: Forense, 1985, p. 380; e Alfredo de Assis Gonçalves Neto, *Manual das companhias ou sociedades anônimas*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2013, n. 80, p. 154.

¹⁶⁶ Cf. Fábio Konder Comparato, *O poder de controle...*, n. 116, p. 306. Apesar dessa opinião, em outro artigo Comparato parece entender que a disciplina do art. 246 aplica-se exclusivamente à ação movida contra

de sociedade controladora trata da mesma hipótese fática que a ação de responsabilização de acionista controlador (imputação de responsabilidade por atos praticados com abuso de poder de controle e violação a deveres fiduciários), e, por isso, as duas situações devem obedecer ao mesmo regramento processual.

Reforça esse entendimento a disposição contida no art. 15, § 1º da Lei 13.303/16, lei que trata do estatuto jurídico da empresa pública e da sociedade de economia mista. Referido dispositivo estabelece que o acionista controlador da empresa pública responde por atos praticados com abuso de poder, e que a ação objetivando tal reparação pode ser proposta, nos termos do art. 246 da Lei das S/A, *independentemente de autorização* da assembleia-geral de acionistas.

As ações movidas contra acionista controlador e sociedade controladora não são regidas pelo art. 159 da Lei das S/A. São equivocadas as decisões do Superior Tribunal de Justiça exigindo prévia deliberação assemblear para a propositura de ação contra acionista controlador,¹⁶⁷ embora também haja julgado daquele tribunal entendendo, corretamente, que a ação contra sociedade controladora, ajuizada por acionistas minoritários com fundamento no art. 246 da Lei das S/A, independe de prévia deliberação assemblear.¹⁶⁸

Nelson Eizirik sustenta que a prévia deliberação é necessária para que a companhia controlada ajuíze a ação contra a sociedade controladora, mas afirma que esse requisito não se faz presente para que os acionistas minoritários proponham a medida, sob

a sociedade controladora, e não ao acionista controlador pessoa física: “A ação judicial regulada no art. 246 da Lei de Sociedades por Ações tem como ré ‘a sociedade controladora’. É esta, pois, o sujeito passivo da obrigação (...). Na técnica da Lei n. 6.404, a expressão ‘sociedade controlada’ subsume-se, por conseguinte, a instituto jurídico bem determinado: o chamado ‘grupo societário de fato’. Não é ‘sociedade controlada’, na sistemática legal, nem a companhia controlada por pessoas físicas (...)” (cf. “Abuso de controle em grupo societário de fato: remédio jurídico cabível”. In: *Direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 311). Também entendendo que o art. 246 da Lei das S/A se aplica à ação de responsabilidade movida contra acionista controlador, TJSP, AC 448309-4/2-00, rel. Des. Teixeira Leite, 4ª Câmara de Direito Privado, j. 1.3.07.

¹⁶⁷ STJ, R Esp. 798.264-SP, rel. para acórdão Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, j. 6.2.07 (voto vencido do Min. Carlos Alberto Menezes de Direito: “O que se deve examinar aqui é se essa ação dos artigos 245 e 246 estão subordinadas ao disposto no art. 159, caput, ou seja, se é necessário haver prévia autorização da assembleia geral. Com o devido respeito à tese esposada pelo precedente, tenho que é”); e STJ, REsp 1.214.497-RJ, rel. para acórdão Min. Raul Araújo, 4ª Turma, j. 23.9.14.

¹⁶⁸ “É ainda de considerar-se que, quanto ao controlador, a lei não faz exigência de prévia deliberação de assembleia geral (art. 246)” (STJ, REsp 16.410/SP, rel. Min. Sálvio Figueiredo Teixeira, 4ª Turma, DJ 16.05.94). Esse julgado também entendeu por desnecessária a prévia deliberação inclusive para ação movida contra administrador, na medida em que o controlador, em razão da sua ampla prevalência acionária, poderia obstar a convocação de assembleia.

o fundamento de que o §1º do art. 246 não faria essa exigência.¹⁶⁹ Mas, na realidade, o art. 159 da Lei das S/A não se aplica, em qualquer hipótese, às situações disciplinadas pelo art. 246. Em nenhuma das situações regidas pelo art. 246 – seja na ação direta, seja na movida em substituição processual (pelos acionistas em benefício da companhia) – é necessária a prévia deliberação social.

O art. 246 não faz qualquer alusão à deliberação, o que autoriza concluir que referida exigência é ilegal. Existem, ademais, distinções entre as situações que justificam a exigência de deliberação em uma situação e a desnecessidade em outra.¹⁷⁰

Uma segunda alternativa para sustentar o cabimento da ação indenizatória contra o acionista controlador é entender que ela não é regida pelo art. 159 e nem mesmo pelo art. 246 da Lei das S/A. Poder-se-ia dizer, nessa linha, que o art. 116 da Lei das S/A faz, ainda que vagamente, menção a tal ação, e não estabelece qualquer requisito ou restrição de ordem processual, de modo que a ela seriam inaplicáveis as exigências de prévia deliberação (art. 159), os pisos legitimantes para o exercício do direito de ação (arts. 159 e 246) e a caução (art. 246, § 1º, “b”).¹⁷¹

Porém, caso se entenda que não se aplicam tais restrições, também não podem ser aplicadas as *vantagens* processuais do regime do art. 246 da Lei das S/A, como a legitimidade extraordinária para que o acionista atue como substituto processual da companhia (§ 1º), bem como o prêmio e o reembolso de despesas (§ 2º). De duas, uma: ou aplica-se todo o regime, ou não se aplica qualquer disposição dele. Para que o acionista possa atuar como substituto processual da companhia, é necessária previsão normativa expressa (CPC, art. 18). A única alternativa para que se sustente que o acionista pode agir assim é, portanto, invocando o art. 246 da Lei das S/A. A hipótese é regida pelo art. 246 e, sendo assim, aplicam-se a essa demanda todos os requisitos do referido artigo. O que não se aplicam, definitivamente, são os requisitos do art. 159, inclusive a exigência de prévia deliberação.

¹⁶⁹ É o que entende Nelson Eizirik, *A Lei das S/A...*, p. 368 e 369.

¹⁷⁰ Cf. Gabriel Saad Kik Buschinelli e Rafael Helou Bresciani, “Aspectos processuais...”, p. 261; Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei...*, v. 4, t. II, p. 40; e Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do patrimonialismo...”, p. 17 e 18.

¹⁷¹ Entendimento adotado por Paulo Cezar Aragão (cf. “Aspectos processuais...”, p. 71).

Waldirio Bulgarelli defendeu que a demanda contra o acionista controlador não se submete nem ao regramento do art. 159 e nem ao do art. 246, mas sim que se trata de uma “ação ordinária”, que pode ser intentada por qualquer acionista.¹⁷² Mas essa posição é insustentável, na medida em que é impossível a substituição processual da companhia pelo acionista, pelos motivos que se acaba de expor.

12.2. Pisos de legitimação: o temor de ações abusivas (*strike suits*)

Como se viu, os arts. 159, § 4º e 246, § 1º, “a” da Lei das S/A exigem uma participação mínima no capital social da companhia para que possa ser exercido o direito de ação.¹⁷³ Essas exigências revelam a preocupação do legislador com *strike suits*,¹⁷⁴ isto é, medidas temerárias, propostas por minoritários com interesses egoísticos e desalinhados aos da sociedade.

O termo *strike suits* começou a ser usado por cortes de Nova Iorque e Nova Jérsei, nos Estados Unidos, no começo dos anos 1900, para designar ações cuja finalidade era forçar, à extorsão, a celebração de um acordo.¹⁷⁵ São *ações de combate*, que, na lição de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira von Adamek, têm como propósito imediato “paralisar ou dificultar o bom andamento dos negócios sociais para, de forma mediata, conseguir o sócio hostil uma vantagem indevida qualquer”.¹⁷⁶

¹⁷² Cf. *Regime jurídico...*, p. 141.

¹⁷³ Sobre a função do capital social de medir direitos dos acionistas, cf. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, “A proteção dos credores e acionistas nos aumentos de capital social”. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 239.

¹⁷⁴ Cf. Fran Martins, *Comentários à Lei das S.A.* v. III, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1985, p. 274; Nelson Eizirik, *A Lei das S/A...*, v. III, p. 370; Marcelo Trindade e Fabiana Martins de Almeida, *The securities litigation...*, p. 41; e STJ, REsp 16.410-SP, rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, 4ª Turma, DJ 16.5.94. De acordo com Waldirio Bulgarelli, a exigência do legislador de um número de ações para a tomada de determinadas medidas é compreensível, para evitar abusos por parte de acionistas. Mas não é compreensível a variação dessas porcentagens exigidas (cf. *Regime jurídico...*, p. 153).

¹⁷⁵ Cf. John C. Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation*, p. 123; e Elliot J. Weiss e Lawrence J. White, “File early, then free ride: how Delaware law (mis)shapes shareholder class actions”. In: *Foundations of corporate law* (coord. Roberta Romano), 2ª ed. New Providence: Lexis Nexis, 2006, p. 270.

¹⁷⁶ E exemplificam: “ter as suas participações adquiridas sob condições vantajosas, ou comprar barato a parte dos demais; guindar-se à posição de titular de órgão; sujeitar a sociedade à sua política de negócios ou à sua visão de mundo etc. – vencer, em qualquer caso, pelo cansaço” (cf. “Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear”. *Processo Societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 157 e 158).

Essas disposições legais revelam a desconfiança com mecanismos privados de *enforcement*, que, se não controlados, poderiam dar azo a comportamentos oportunistas, de modo a aumentar a litigiosidade e prejudicar a produtividade empresarial.¹⁷⁷ É com esse espírito que, comentando o requisito de participação mínima de 5% no capital social da companhia exigido para o ajuizamento de ação de responsabilidade contra administrador previsto pelo art. 159, § 4º da Lei das S/A, prestigiosa doutrina afirmou que “seria temerário franquear a ação a qualquer sócio com participação ínfima no capital social, facilitando a chicana”.¹⁷⁸

Mas a prática mostra que o temor pode ser exagerado e que esses pisos de legitimação exigidos pela Lei das S/A representam barreiras difíceis de serem transpostas, especialmente em companhias que apresentam baixa dispersão acionária. Essa ideia inclusive levou Waldirio Bulgarelli a defender que o ideal é dar sempre ao acionista o poder de agir, quer pedindo informações, quer propondo ações e tomando outras medidas, sem a exigência de participação acionária mínima, e, em contrapartida, responsabilizá-lo por eventuais excessos ou exageros.¹⁷⁹ Talvez seja hora de repensar os pisos de legitimação impostos pela Lei das S/A para a tomada dessas medidas, estimulando-se o acesso à justiça.

É verdade que o art. 291 da Lei das S/A estabelece que a CVM poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, as porcentagens previstas no art. 105; na alínea *c* do parágrafo único do art. 123; no *caput* do art. 141; no § 1º do art. 157; no § 4º do art. 159; no § 2º do art. 161; no § 6º do art. 163; na alínea *a* do § 1º do art. 246; e no art. 277. Mas essa disciplina legal merece algumas críticas.

A primeira delas é que os percentuais que a lei emprega são aleatórios, escolhidos a esmo. Qual a racionalidade de se exigir a titularidade de 5% do capital social? Por que não 1%, 3% ou 10%?

A segunda crítica consiste no fato de que a CVM utilizou poucas vezes a prerrogativa que lhe atribui o art. 291 da Lei das S/A,¹⁸⁰ como ocorreu na Instrução CVM 165/91, alterada pela Instrução CVM 282/98, e na Instrução CVM 324/00, que reduziram

¹⁷⁷ Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do patrimonialismo...”, p. 12.

¹⁷⁸ Cf. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, *Direito de empresa*, 4ª ed. São Paulo: RT, 2012, n. 329, p. 375.

¹⁷⁹ Cf. Regime jurídico..., p. 153.

¹⁸⁰ Cf. Daniel de Ávila Vio, “Anotações sobre...”, p. 187.

os percentuais exigidos para requerer a adoção de voto múltiplo para eleição de conselheiros de administração (Lei das S/A, art. 141) e a instalação do Conselho Fiscal (art. 161, § 2º).

Mas a CVM nunca reduziu os percentuais para as ações sociais.¹⁸¹ De acordo com carta enviada pela Associação dos Investidores no Mercado de Capitais – AMEC ao Presidente da CVM, em 25 de abril de 2013, o art. 159 da Lei das S/A nunca foi regulado pela autarquia, a fim de, com fundamento no art. 291, reduzir-se o quórum nele previsto.¹⁸² A AMEC sugere nessa carta que a CVM exerça sua prerrogativa legal e regule os dispositivos previstos pelo art. 291. Para as ações dos arts. 159 e 246, por exemplo, a AMEC recomenda manter o percentual de 5% para companhias de capital social igual ou inferior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), e reduzir os percentuais, de 4 a 1%, escalonadamente, para companhias de capital social superior.

A terceira crítica consiste no fundamento que o art. 291 da Lei das S/A estabelece como critério para a redução desses percentuais: o valor do capital social. Quanto maior o capital social da companhia, menor devem ser os percentuais exigidos para o exercício daqueles direitos. A norma tem uma lógica: em companhias de capital social elevado, é maior, em tese, a sua base acionária, e, conseqüentemente, mais pulverizada é a propriedade do seu capital. Nas companhias que apresentam maior dispersão, assim, os minoritários podem exercer os direitos que lhes assegura a lei, com participações inferiores às necessárias nas companhias fechadas.¹⁸³ É o que aponta a Exposição de Motivos da Lei das S/A, que justifica que referido dispositivo tem por finalidade conferir “competência à Comissão de Valores Mobiliários para reduzir, nas companhias de grande porte, de capital amplamente pulverizado, as percentagens mínimas, previstas na lei, para o exercício de alguns direitos de minoria”.

Mas essa lógica nem sempre é verdadeira, na medida em que as maiores companhias brasileiras ainda não são as de capital pulverizado. Além disso, o capital social não é o meio mais adequado de se aferir o tamanho de uma companhia. Tanto é que o art.

¹⁸¹ Cf. Nelson Eizirik, *A Lei das S/A...*, v. III, p. 626.

¹⁸² “Trata-se de mais um dispositivo jamais regulado pela CVM. E mais uma vez, faz referência a ferramenta essencial para a atuação dos investidores como efetivos monitores das companhias nas quais detém participação acionária” (Carta AMEC Presi. nº 02/2013, disponível em http://www.amecbrasil.org.br/doc2/Carta_Presi_02_13_Artigo_291.pdf; consultado em 12.12.16).

¹⁸³ Cf. Dario Latella, “Shareholder derivative...”, p. 317; e Nelson Eizirik, *A Lei das S/A...*, v. III, p. 625.

3º da Lei 11.638/07 classifica as companhias de grande porte com base no valor do ativo e da receita bruta, sem fazer qualquer menção ao capital social.¹⁸⁴

O melhor seria que o art. 291 da Lei das S/A contivesse também outros critérios para a redução daqueles percentuais, que melhor refletissem a dispersão acionária da companhia. Seria recomendável que o art. 291 atribuísse certa liberdade à CVM, para que, considerando inúmeros fatores (valor do capital social, grau de dispersão acionária, existência de controlador definido, entre outros), pudesse reduzir os pisos de legitimação. Para que isso possa ocorrer, contudo, é necessária reforma legislativa.

Em suma, os pisos de legitimação estabelecidos pela Lei das S/A têm sua lógica e razão de ser, que é o afastamento de demandas abusivas. Mas, na prática, podem acabar funcionando como barreiras de acesso à justiça. Na consulta à jurisprudência, é possível encontrar julgados em que esses limites foram levados em consideração.¹⁸⁵ Mas, diante da ausência de estatísticas, não é possível afirmar, com precisão, qual o percentual da responsabilidade que esses dispositivos apresentam na formação daquele quadro geral.

No espírito desta tese, de abertura dos canais de acesso aos meios de solução de controvérsias, defende-se a reforma do art. 291 da Lei das S/A, a fim de que sejam contemplados outros critérios para o emprego daquele disposto, bem como uma postura mais ativa da CVM na redução de tais percentuais.

12.3. Caução (Lei das S/A, art. 246, § 1º, “b”)

Como será visto mais detalhadamente no item 15.1, vigoram no direito processual civil brasileiro as regras de que o autor da demanda tem o ônus de antecipar as despesas com o processo e de que, ao final, logrando-se vencedor, deve ser reembolsado pela contraparte.

Para além desse ônus geral de antecipação de taxas e despesas processuais, o art. 246 da Lei das S/A prevê que a ação de responsabilidade contra sociedade controladora por atos praticados com abuso de poder de controle e violação a deveres fiduciários pode ser proposta por acionistas titulares de pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social ou

¹⁸⁴ Cf. Luís Andre Negrelli de Moura Azevedo, “Ativismo dos investidores...”, p. 255.

¹⁸⁵ STJ, AgRg no AREsp 452.832/RJ, rel. Min. Luis Felipe Salomão, 4ª Turma, DJe 18.3.14.

por qualquer acionista, desde que, na última situação, seja prestada *caução* pelas custas e honorários de advogado, para responder em caso de improcedência da demanda.

Mas, como bem defendido por Gabriel Saad Kik Buschinelli e Rafael Helou Bresciani, essa exigência de caução representa um *óbice ilegítimo ao direito de ação*, que destoa da garantia constitucional geral de acesso à justiça. Referida exigência para o início de processo de conhecimento é medida excepcional, prevista pela legislação em situações particulares. Trata-se, assim, de regra inconstitucional, não recepcionada pela Constituição Federal de 1988 (CF), como ocorreu com os dispositivos da lei tributária e previdenciária que condicionavam o ingresso em juízo à realização de depósito prévio.¹⁸⁶

Com efeito, o art. 38 da Lei 6.380/80 exigia, para a ação anulatória de ato declarativo da dívida fiscal, o depósito em juízo do valor do débito, corrigido e computados os acréscimos legais. O Supremo Tribunal Federal apreciou a regra e a declarou inconstitucional, ainda sob a égide da Constituição de 1969, por entender que violaria o seu art. 153, § 4º. Esse entendimento viria a posteriormente cristalizar-se também na Súmula 247 do Tribunal Federal de Recursos.

O art. 19 da Lei 8.870/94, por sua vez, também exigia o depósito prévio para o ajuizamento de ação que discutisse débito com o INSS. Em 2007, o Supremo Tribunal Federal declarou tal regra inconstitucional, por violar o art. 5º, XXXV da Constituição Federal, tendo posteriormente editado a Súmula Vinculante 28.

Outra exigência de caução está prevista no art. 1.021, § 5º do CPC (CPC/73, art. 557, § 2º), que estabelece que, em caso de agravo interno reconhecido como manifestamente inadmissível ou improcedente em votação unânime, o órgão colegiado condenará o agravante a pagar ao agravado multa fixada entre um a cinco por cento do valor atualizado da causa (art. 557, § 4º). Nessa situação, a interposição de qualquer recurso estará condicionada ao depósito prévio da multa.

O art. 1.021, § 5º do CPC difere das demais hipóteses em que a legislação exige a caução, pois nele, apenas após a prática de ato que pode ser reputado como violador do dever de lealdade processual, é que se exige a prestação da caução. Nas demais situações, como nas exigências feitas pela legislação fiscal e previdenciária, exigia-se o depósito

¹⁸⁶ Enrico Tullio Liebman também dá nota histórica de dispositivo da lei italiana que exigia a *cautio pro expensis* e que foi declarado inconstitucional (cf. *Manual de direito processual civil*, v. I, 3ª ed. (trad. Cândido Rangel Dinamarco). São Paulo: Malheiros, 2005, n. 65, p. 177).

antes da prática de qualquer ato que pudesse ser reputado como ilícito, e por tal razão houve a declaração de inconstitucionalidade dos dispositivos.

O art. 83 do CPC (CPC/73, art. 835) exige caução para o ajuizamento de demanda por autor situado no exterior. A doutrina processual civil já afirmou que, embora *a priori* não seja inconstitucional, a caução exigida pelo art. 835 do revogado CPC/73 deve ser afastada no caso concreto, sempre que importar em restrição ao pleno acesso à justiça.¹⁸⁷ Da mesma forma, já se afirmou que, por ser excepcional, essa caução deve ser interpretada restritivamente, sob pena de colocar em risco o direito de ação.¹⁸⁸

Todos esses dispositivos são questionáveis, mas, não se pode negar, há alguma lógica por trás deles. O mesmo não se pode dizer do art. 246, § 1º, “b” da Lei das S/A, que destoa do modelo processual civil brasileiro, que consagra o acesso à justiça como uma de suas garantias constitucionais fundamentais. É possível sustentar, como fizeram Buschinelli e Bresciani, que a exigência de caução prevista pela parte final do art. 246, § 1º, “b” da Lei das S/A é inconstitucional, o que impõe seja afastada no caso concreto.

Ainda que não se entendesse pela inconstitucionalidade desse dispositivo, deveria ser aplicado por analogia o art. 83 do CPC, que dispensa o autor estrangeiro de prestar caução quando tem bens imóveis suficientes para garantir o eventual pagamento de verba de sucumbência.¹⁸⁹ No caso do art. 246 da Lei das S/A, essa mesma lógica pode ser aplicada: se o autor tiver bens imóveis suficientes para garantir o pagamento da sucumbência, a caução pode ser isentada. Além disso, ainda que não se reconhecesse a inconstitucionalidade, por representar uma barreira indevida de acesso ao Judiciário, cumpre dizer que, embora a lei não traga critério para a fixação da caução, cabe ao juiz, de acordo com as circunstâncias do caso concreto, estabelecer o montante, que não pode ser valor que inviabilize ou dificulte sobremaneira o ingresso em juízo.¹⁹⁰

¹⁸⁷ Cf. Carlos Alberto Alvaro de Oliveira, *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. III, t. II, 3ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 1998, n. 57, p. 175; e Bruno Vasconcelos Carrilho Lopes, *Honorários advocatícios no processo civil*. São Paulo: Saraiva, 2008, n. 66, p. 252.

¹⁸⁸ Cf. Yussef Said Cahali, *Honorários advocatícios*, 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1990, n. 144, p. 409.

¹⁸⁹ A aplicação por analogia das hipóteses de dispensa de caução, para situações similares, já é feita pela jurisprudência (TJSP, AI 041601-93.2016.8.26.0000, rel. Des. Luiz Eurico, 33ª Câmara de Direito Privado, j. 16.5.16; TJSP AI 2026408-38.2016.8.26.0000, rel. Des. Berenice Marcondes Cesar, 28ª Câmara de Direito Privado, j. 10.5.16).

¹⁹⁰ TJSP, AI 2133949-67.2015.8.26.0000, rel. Des. Alexandre Lazzarini, 9ª Câmara de Direito Privado, j. 4.8.15; e TJSP, AI 2058313-61.2016.8.26.0000, Rel. Gil Coelho, 11ª Câmara de Direito Privado, j. 2.6.16.

13. Ação direta contra a companhia?

Encontra-se em andamento um relevante debate a respeito do cabimento de ação indenizatória movida pelo acionista contra a companhia, por danos diretos decorrentes de atos praticados pela sociedade (representada por seus administradores). A questão é complexa e demanda um trabalho mais aprofundado do que esta tese, quiçá dedicado exclusivamente ao assunto. Mas, mesmo nos limites deste trabalho, alguns aspectos processuais do debate podem ser abordados.

Contrariamente à admissão da medida, argumenta-se que o microsistema de responsabilidade da Lei das S/A não prevê essa demanda, mas sim, em caso de dano *indireto* (isto é, sofrido pela sociedade), a responsabilização dos administradores e do acionista controlador, em favor da companhia (art. 159, caput, §§ 3º e 4º e art. 246), e, em caso de dano *direto*, sofrido por acionista ou terceiro, ação contra o administrador (art. 159, § 7º). De acordo com esse pensamento, na sistemática legal não haveria espaço para a ação movida pelo acionista contra a companhia.

Há, por outro lado, quem admita essa responsabilização, como é o caso de Arnaldo Wald, que defende a imputação de responsabilidade da companhia por dano direto causado ao acionista, especialmente quando a sociedade é solidariamente responsável com seus administradores, pelos atos ilícitos que praticaram em seu nome e usando-a para cometê-los.¹⁹¹ Na mesma direção vai Gabriel Saad Kik Buschinelli, segundo quem a companhia deve responder por danos causados em decorrência de falhas informacionais contidas no prospecto.¹⁹² Também Luiz Gastão Paes de Barros Leães entende que as companhias respondem perante seus acionistas em razão de violação aos deveres de informação e comunicação cometidos por seus administradores, na medida em que esses agem como órgãos da sociedade e, portanto, como se ela própria fossem.¹⁹³

¹⁹¹ Cf. “Considerações...”, p. 29-33.

¹⁹² Cf. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais* (coord. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 406-419. Para uma análise dos sistemas de diferentes países a respeito da responsabilidade por falhas informacional do prospecto, recomenda-se uma obra coletiva, organizada por Klaus Hopt e Hans-Christoph Voigt, com artigos em alemão e inglês (cf. *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005).

¹⁹³ Cf. “A responsabilidade da sociedade...”, p. 306.

O argumento invocado para afastar o cabimento da ação direta do acionista contra a companhia é, como se viu, um fundamento de direito material (a sistemática do regime de responsabilidade civil), e, diante dos limites traçados neste trabalho, que se limita a propor contribuições de direito processual civil, não cabe ser refutado aqui. Mas, sob o ponto de vista processual, cabem algumas observações.

A primeira delas é que a circunstância de que a Lei das S/A não estabelece uma ação típica para ser proposta pelo acionista contra a sociedade não significa, em absoluto, a impossibilidade de concessão de tutela jurisdicional nesse sentido. A lei poderia ter dito expressamente que a companhia não é responsável por tais atos. Essa disposição seria questionável, mas, poder-se-ia argumentar, representaria uma opção de política legislativa, por meio da qual o legislador teria editado uma regra de direito material afastando a responsabilidade nessa hipótese. Um pedido nesse sentido seria, para empregar uma categoria do CPC/73 – e que não foi replicada pelo Código vigente –, *juridicamente impossível*. Mas essa disposição não existe: não há qualquer norma que diga que a companhia não responde por atos causados a seus acionistas.

O fato de que não há previsão de uma demanda típica, sob o ponto de vista processual, nada significa. O direito de ação é, como visto com mais detalhes no item 12.1, atípico, por força da garantia contida no art. 5º, XXXV da Constituição Federal, de modo que a promessa constitucional de acesso à justiça impõe que se admitam quaisquer pedidos. Como exposto naquela passagem, a falta de positivação de uma determinada demanda típica não impede o seu cabimento. A ação é, para empregar novamente as palavras de Flávio Luiz Yarshell, um *remédio genérico*, apto “a remediar todo e qualquer mal situado no plano material”.¹⁹⁴

Uma segunda observação é de que a Lei 7.913/89 prevê a tutela coletiva em defesa de titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado (art. 1º). O acionista de uma companhia aberta é titular de valor mobiliário (a ação) e, por isso, sua situação se enquadra na hipótese normativa estabelecida pelo art. 1º da Lei 7.913/89. Fora de dúvida, portanto, que ele está protegido pela tutela coletiva da referida lei.

A Lei 7.913/89 não o diz expressamente, mas a tutela jurisdicional que ela procura instrumentalizar é a indenização por *dano direto* causado ao acionista ou investidor, por

¹⁹⁴ Cf. *Tutela jurisdicional*, 2ª ed. São Paulo: DPJ, 2006, n. 7, p. 206.

qualquer pessoa, inclusive a companhia. A diferença entre aquela ação e as ações indenizatórias previstas pelos arts. 159 e 246 da Lei das S/A consiste, com efeito, no fato de que a ação coletiva visa à reparação de danos diretos sofridos por acionistas e investidores, a quem caberá, em caso de procedência, habilitar-se para que, individualmente, sejam indenizados (art. 2º da Lei 7.913/89 e art. 97 do CDC). Nas ações previstas pelos arts. 159 e 246 da Lei das S/A, por outro lado, o dano a ser reparado é o indireto, isto é, o causado à companhia e apenas reflexamente ao acionista,¹⁹⁵ exceto na hipótese do § 7º do art. 159, que admite a ação de reparação por dano direto.

Se a lei prevê a responsabilização da sociedade frente ao acionista no processo coletivo, não haveria por que não a prever mediante demanda individual, inclusive porque o *caput* do art. 1º da Lei 7.913 dispõe que aquela ação coletiva é prevista “sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado”.

A questão, torna-se a dizer, não só é complexa e exige uma análise aprofundada, como envolve uma discussão de direito material, a respeito do microsistema de responsabilidade civil eleito pela Lei das S/A. É possível que essa discussão conclua-se pelo entendimento de que tal microsistema exclui a responsabilização da sociedade por dano direto causado ao seu acionista. Mas, sob o ponto de vista processual, não há empecilhos à admissão daquela demanda. O que resta saber, nos parece, é *em quais situações* a companhia responde.

13.1. O problema da circularidade

Como se acabou de tentar demonstrar, sob a ótica estritamente processual não há óbice à admissão de uma demanda indenizatória movida pelo acionista contra a companhia.

Mas mais do que aspectos meramente técnicos, essa discussão tem a ver com o modelo de responsabilidade civil que se pretendeu e que se pretende ter no microsistema da Lei das S/A. Com esse espírito, outros fatores devem ser levados em consideração no debate, como o relativo à chamada *circularidade* que existe em sistemas que admitem a condenação da companhia por danos causados ao acionista.

¹⁹⁵ Cf. Cândido Rangel Dinamarco, “Sociedades anônimas e legitimidade...”, n. 420, p. 654.

O modelo norte-americano de cumprimento forçado da legislação de mercado de capitais é, sob certa ótica, perverso, pois protege os acionistas sancionando os próprios acionistas,¹⁹⁶ na medida em que a maior parte das indenizações pagas a investidores decorre de indenizações securitárias ou pagamentos feitos pela própria companhia, e que, em última análise, são indiretamente financiados pelos próprios acionistas.¹⁹⁷ Ocorre assim o que se chama de *pocket-shifting* ou, numa tradução literal, mudança de bolsos.

Esse estado de coisas levou a que se defendesse (i) o aumento da responsabilidade dos administradores e agentes secundários (os chamados *gatekeepers*, como contadores, bancos de investimento, advogados, assessores financeiros) e (ii) a limitação da responsabilidade das companhias,¹⁹⁸ o que levaria ao redirecionamento de parte das demandas hoje endereçadas às companhias, a tais administradores e agentes secundários. Isso, por sua vez, levaria a um maior efeito de prevenção, pois são os *gatekeepers* quem, segundo defende essa doutrina, melhor podem impedir ilícitos corporativos.¹⁹⁹

Defende-se, assim, que talvez o efeito de desestímulo (*deterrence*) à prática de ilícitos fosse mais efetivo se se aumentasse a responsabilidade de administradores e *gatekeepers* (auditores, advogados, bancos de investimento etc.).²⁰⁰

¹⁹⁶ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 145. De acordo com Donald Langevoort, “investors fund a very sizable portion (perhaps nearly all) of their own compensatory system” (cf. “Capping Damages...”, p. 649). No caso de companhias brasileiras listadas no mercado de capitais norte-americano, por meio de american depositary receipts (ADR), sob a perspectiva do acionista que detém ações no mercado de capitais brasileiro, essa perda pode ser dupla: se a companhia praticar atos considerados ilícitos nos EUA e for demandada naquele país, a indenizar os detentores de ADR, o detentor de ações brasileiras sofrerá diretamente com a perda de valor da companhia, em decorrência do ilícito, e indiretamente com o pagamento da indenização ao investidor norte-americano. Há, nesse caso, o que Érica Gorga chamou de “dupla circularidade” (cf. “Perda dupla”, *Valor Econômico*, 23.2.16).

¹⁹⁷ Cf. John Coffee Jr. e Hillary Sale, *Securities regulation...*, p. 1.046.

¹⁹⁸ Sobre a questão da circularidade e em defesa da imposição de limites às indenizações obtidas em ações sobre ilícitos no mercado de capitais, Donald Langevoort, “Capping damages...”, p. 639-664.

¹⁹⁹ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 169. Em alguns casos, foram pagas indenizações substanciais por tais agentes intermediários, como nos casos Enron e WorldCom, ações coletivas movidas contra agentes intermediários (principalmente bancos de investimento) que foram encerradas por acordos de US\$ 7,3 bilhões e US\$ 6,5 bilhões.

²⁰⁰ O senão, naquele sistema, é que os *gatekeepers* estão imunizados a essa responsabilidade, porque a Suprema Corte blindou os participantes secundários do alcance da Rule 10b5. A decisão foi *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 US 164 (1994) (cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 168). Posteriormente, houve, na mesma direção, também limitando a responsabilidade de agentes, a decisão *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta Inc.*, 552 US 148, 159 (2008) (cf. Lynn Bai, James D. Cox e Randall S. Thomas, “Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms”. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, jun. 2010, p. 1.913 e 1.914). Sobre a responsabilidade secundária de *gatekeepers*, cf. Reinier Kraakman, “Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy”. *Journal of Law, Economics & Organization*, v. 2, 1986, p. 53-104.

Existem estudos empíricos que sugerem que companhias envolvidas em processos que discutem fraudes em mercado de capitais (especialmente *class actions*) sofrem uma penalidade substancial de mercado: perdem valor em decorrência do dano reputacional e têm maiores riscos de enfrentar crises financeiras em razão do pagamento de acordos. Esse também é um fundamento pelo qual alguns teóricos sugerem que essas ações deveriam ser direcionadas a administradores, consultores e outros indivíduos que têm responsabilidade pelo ilícito,²⁰¹ e não à companhia.

É curioso que em um sistema como o norte-americano, em que predomina a responsabilização da companhia pelos danos sofridos pelos acionistas, haja autores que defendam que, como quem comete o ilícito é a pessoa física, é a ela que devem ser direcionadas as sanções legais, porque assim haverá um melhor efeito de desestímulo.²⁰² Essa é uma discussão que deve ser levada em conta no debate a respeito do cabimento da ação direta de responsabilidade contra a sociedade no sistema brasileiro.

14. Tutela coletiva: a Lei 7.913/89

Um dos principais motivos da falta de efetividade do modelo brasileiro de cumprimento forçado das normas do mercado de capitais é a ausência de um sistema adequado de tutela coletiva. Essa afirmação é feita com razoável segurança porque, embora a natureza dos interesses que existem nesse campo exija sejam tratados agregadamente (item 10.1), é reduzido o número de ações coletivas já ajuizadas em proteção de tais interesses e, ainda pior, inexistentes condenações efetivas nesse âmbito (item 11).

Apesar de o ordenamento brasileiro contar desde 1989 com uma lei que trata da tutela coletiva dos investidores do mercado de valores mobiliários (Lei 7.913/89) – e que já foi chamada de primeira *class action for damages* do direito brasileiro²⁰³ –, ela foi pouco aplicada. Prova disso é que, em 2007, quando aquela legislação já completara dezoito anos

²⁰¹ Cf. Lynn Bai, James D. Cox e Randall S. Thomas, “Lying and getting caught...”, p. 1.913.

²⁰² Cf. Donald Langevoort, “Capping damages...”, p. 653.

²⁰³ Cf. Ada Pellegrini Grinover, *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do Anteprojeto*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 767; Camilo Zufelato, “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, p. 185; Antonio Gidi, *Coisa julgada e litispendência em ações coletivas*. São Paulo: RT, 1995, p. 138, nota 333; e Márcia Tanji, *Mercado de capitais brasileiro e tutela coletiva dos interesses* (dissertação de mestrado). São Paulo: USP, 2009, p. 158.

de vigência, apenas nove ações civis públicas haviam sido propostas com fundamento nela.²⁰⁴ O problema, na realidade, não é apenas do Brasil. Excluindo-se os Estados Unidos e alguns outros poucos países de tradição de *common law*, ações coletivas para a tutela do mercado de capitais são, na expressão de John Coffee Jr., *tão raras quanto unicórnios*.²⁰⁵

A ação coletiva no mercado de capitais brasileiro também não é um instrumento efetivo de *enforcement*. O fato é preocupante, na medida em que, repita-se, a natureza dos direitos titularizados por tais agentes faz com que a tutela coletiva talvez seja a melhor forma de defendê-los. Cabe indagar quais são as razões para essa falta de efetividade

14.1. Legitimidade ativa

Um desses motivos pode residir no tratamento da lei quanto à legitimidade ativa.

14.1.1. Ministério Público

O legislador quis que o Ministério Público fosse o principal, senão o único, promotor da tutela coletiva no mercado de valores mobiliários brasileiro. Tanto é que o art. 1º da Lei 7.913/89 atribui apenas a ele a legitimidade para o ajuizamento da ação civil pública que prevê, ao dispor que o ente, de ofício ou por solicitação da CVM, deve empregar as medidas judiciais cabíveis para evitar prejuízos ou ressarcir os danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado de capitais.²⁰⁶ A lei estipula, assim, duas espécies de tutelas jurisdicionais: preventiva, cujo escopo é impedir a ocorrência do ilícito, e reparatória, voltada ao ressarcimento dos investidores do mercado.

A Lei 7.913/89 resultou de iniciativa da CVM, que, por meio do Ofício CVM/PTE 190/98, encaminhou ao Ministério da Fazenda um anteprojeto de lei instituindo a legitimidade da Comissão de Valores Mobiliários para propor ações de ressarcimento aos titulares de valores mobiliários e aos investidores. Esse anteprojeto foi alterado por

²⁰⁴ Cf. Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, p. 178-183.

²⁰⁵ Cf. *Entrepreneurial litigation...*, p. 198.

²⁰⁶ A legitimidade para a defesa de tais interesses é, conforme explica Rodolfo de Camargo Mancuso, “concorrente e disjuntiva”, na medida em que a lei atribui ao Ministério Público a legitimidade ativa para o ajuizamento da ação coletiva, “sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado” (cf. “Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários”. *Revista dos Tribunais*, v. 650, 1989, p. 37).

sugestão da Procuradora da Fazenda Nacional, com a finalidade de substituir a CVM pelo Ministério Público como legitimado à propositura da demanda. O projeto de lei, então, foi encaminhado pela Presidência ao Congresso Nacional, que o aprovou sem modificação.²⁰⁷

Diante da clareza do texto legal, é fora de qualquer questionamento que o Ministério Público tem legitimidade para propor a ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89,²⁰⁸ valendo-se, se o caso, do assessoramento técnico da CVM. Mas é apenas o Ministério Público que detém essa legitimidade?

14.1.2. Associações

Como acaba de ser visto, a Lei 7.913/89 alude expressamente apenas à legitimidade ativa do Ministério Público. Mas, por conta do art. 3º da mesma lei – que estabelece que a LACP aplica-se, no que couber, à ação coletiva nela prevista –, as pessoas legitimadas pelo art. 5º da LACP²⁰⁹ – e, para alguns autores, também as arroladas no art. 82 do CDC²¹⁰ – são igualmente autorizadas ao ajuizamento da ação coletiva para defesa de investidores do mercado de capitais.

É reconhecida, assim, a legitimidade das associações que tenham entre seus fins institucionais a proteção aos titulares de valores mobiliários (pertinência temática) e que estejam constituídas há pelo menos um ano (LACP, art. 5º, V, “a” e “b” e CDC, art. 82, IV), embora o último requisito possa ser dispensado pelo juiz, quando houver manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou em razão da relevância do bem jurídico a ser tutelado (CDC, art. 82, § 1º).

²⁰⁷ Cf. *Proteção coletiva...*, p. 150, nota 1.

²⁰⁸ Essa opção legal foi criticada por Paulo Cezar Aragão (cf. “A CVM em juízo...”, p. 45).

²⁰⁹ Nesse sentido, Ada Pellegrini Grinover, “A tutela coletiva dos investidores...”, p. 47; Ricardo de Barros Leonel, *Manual do processo...*, p. 121 e 122; Hely Lopes Meirelles, *Ação civil pública - Mandado de Segurança*, 28ª ed., São Paulo: Malheiros, 2005, p. 198; Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, “A tutela jurisdicional...”, p. 72; e Márcia Tanji, *Mercado de capitais...*, p. 160. Adotando esse entendimento, mas por fundamento diverso, Eduardo Cândia, “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. 52, abr./jun. 2011, p. 115. Em sentido contrário, Lionel Zaclis entende que a aplicação das normas da LACP à disciplina da Lei 7.913/89 só se dá na omissão da última, de modo que, como o seu art. 1º atribui legitimidade ativa apenas ao Ministério Público, não há que se falar em omissão dessa lei quanto à legitimidade ativa: a lei já fez sua opção (cf. *Proteção coletiva...*, n. 4.4, p. 169-171).

²¹⁰ Cf. Camilo Zufelato, “Tutela jurisdicional...”, p. 190 e 191.

Por conta dessa colegitimação entre o Ministério Público e as associações, a ação coletiva prevista na Lei 7.913/89 é um mecanismo de *enforcement* híbrido,²¹¹ de que podem lançar mão tanto entes públicos como privados.

É salutar que se atribua legitimidade ativa às associações civis, pois elas são *corpos intermediários* entre o Estado e a sociedade civil, e representam, de tal sorte, o setor privado na defesa dos interesses transindividuais. O associativismo age mirando a vontade e a proteção de interesses de setores organizados da sociedade civil. Daí dizer Kazuo Watanabe que “seu objetivo estatutário é o dos próprios membros”.²¹² A participação da sociedade civil nos litígios envolvendo interesses coletivos fortalece os direitos individuais, ao completar os espaços não preenchidos pela leniência dos órgãos estatais.²¹³

As associações, além disso, têm melhores condições do que os entes estatais de agir rápida e imediatamente, dando resposta aos anseios de seus associados de forma célere e contemporânea ao ilícito. É por isso que o § 1º do art. 82 do CDC dispensa o requisito de pré-constituição de um ano “quando haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido”.

Sob alguns aspectos as associações civis têm, por tais motivos, melhores condições de representar e defender interesses privados do que o Ministério Público. Mas também no seu âmbito encontramos passividade e um número muito reduzido de ações coletivas propostas com fundamento na Lei 7.913/89. E há razões que explicam o porquê disso.

Entre o final da década de 1970 e o começo da década de 1980, a doutrina brasileira voltada ao estudo do processo coletivo dedicou-se a construir conceitos de direitos passíveis de tutela coletiva. Concluiu, quanto aos direitos transindividuais, que seria impossível definir sua titularidade, já que pertencentes, de modo indivisível, a todos e, simultaneamente, a ninguém. Diante da impossibilidade de identificar uma pessoa ou grupo titular desse direito, sobravam à doutrina duas possibilidades: sustentar a legitimidade de qualquer cidadão para defender tais interesses, na forma do que previa a Lei 4.717/65 para a ação popular, ou atribuir legitimidade ao Estado. As duas opções eram, de certa forma, mal vistas por aqueles estudiosos. Atribuir a legitimidade ao Estado

²¹¹ Cf. Marcelo Trindade e Fabiana Martins de Almeida, *The securities litigation...*, p. 42.

²¹² Cf. Kazuo Watanabe, “Tutela jurisdicional...”, p. 95 e 96.

²¹³ Cf. Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo para a defesa dos direitos individuais homogêneos* (dissertação de mestrado). São Paulo: USP, 2012, p. 77.

significaria um retrocesso em relação ao art. 1º, I da Lei 4.717/65 e, além disso, muitas das violações a direitos transindividuais são cometidas pelo próprio Estado. Por outro lado, a atribuição de legitimidade ao indivíduo para a propositura de ações populares já havia se mostrado mal sucedida, em razão do reduzido número de ações populares mapeadas nos tribunais brasileiros.²¹⁴

Esse cenário levou a que se propusesse uma terceira via, atribuindo-se a legitimidade para a tomada dessas medidas a entes intermediários: as associações (LACP, art. 5º). Mas, como aponta Edilson Vitorelli, é difícil encontrar motivos empíricos para a confiança na atuação das associações como protagonistas de processos coletivos, especialmente porque quando da promulgação da LACP, após 20 (vinte) anos de regime militar, o associativismo brasileiro havia sido reduzido “às raias da insignificância”.²¹⁵

Esse diagnóstico continua atual. Primeiro porque, apesar de existirem em números relativamente elevados – uma pesquisa do IBGE de 2010 mostrou que, naquele ano, havia mais de 290.000 (duzentas e noventa mil) associações e entidades sem fins lucrativos no país –, essas associações tinham, em sua esmagadora maioria, *pouca ou nenhuma estrutura ou representatividade social*: de acordo com a mesma pesquisa do IBGE, 72,2% desses entes não tinham sequer um empregado e 87,3% tinham menos de cinco. E não exige grandes esforços concluir que uma entidade que não tem sequer um empregado dificilmente tem estrutura para ajuizar uma ação coletiva.²¹⁶

Um segundo motivo que explica a fraqueza das associações como autoras de demandas coletivas é a *falta de incentivos econômicos* para a sua atuação. Do mesmo modo que a Lei 6.717/65, a LACP isentou os legitimados à propositura da ação civil pública apenas das custas processuais, que nem de perto representam o maior gasto que se tem com um processo. A lei dispensa as associações apenas das despesas diretas, mas não das indiretas (contratação de advogados, instrução da causa etc.).²¹⁷ E como a lei também exige que as associações busquem a tutela coletiva como parte de suas finalidades institucionais, acaba, na prática, exigindo que destinem recursos próprios para o

²¹⁴ Cf. Edilson Vitorelli, *O devido processo legal coletivo*. São Paulo: RT, 2016, p. 361.

²¹⁵ Cf. Edilson Vitorelli, *O devido processo...*, p. 362.

²¹⁶ Cf. Edilson Vitorelli, *O devido processo...*, p. 362 e 367.

²¹⁷ Cf. Sérgio Cruz Arenhart, *A tutela coletiva...*, p. 235.

ajuizamento de ações, que poderiam ser destinados às suas outras finalidades.²¹⁸ É por isso que parte da doutrina defende, *de lege ferenda*, a criação de mecanismo que atribua uma remuneração adicional, isto é, um prêmio, à associação que age em prol de interesses coletivos, bem como a fixação de honorários advocatícios elevados, proporcionais ao benefício gerado ao grupo, como forma de atrair advogados para a empreitada.²¹⁹

O terceiro motivo consiste em que, já antevendo que sozinhas as associações não seriam capazes de promover a tutela coletiva, o legislador atribuiu tal legitimidade também a entes públicos (LACP, art. 5º). E essa concorrência de legitimidades pode ser uma saída confortável para o particular que quer ver defendidos interesses, sem assumir os custos e riscos inerentes ao litígio: basta que o particular apresente solicitação e forneça elementos aos entes públicos legitimados, notadamente o Ministério Público. Sob a ótica dos custos e riscos associados à condução de um processo, a escolha mais racional será o particular encaminhar a causa a um legitimado público.²²⁰

Esses três fatores conjugados revelam que a existência de associações mal estruturadas e subfinanciadas, inseridas em uma teia de incentivos incorreta, explica por que há poucas ações coletivas ajuizadas por associações. E mostram que, “apesar de teoricamente misto, o sistema representativo do processo coletivo brasileiro é eminentemente público”.²²¹ A associação idealizada pelos autores da LACP, que se engaja no processo coletivo como uma extensão de suas finalidades, praticamente não existe na prática, pois, na amostra pesquisada por Vitorelli, corresponde a apenas 0,2% dos casos.²²²

Embora de fato seja melhor que a ação civil pública prevista pela Lei 7.913/89 possa ser proposta não apenas pelo Ministério Público, mas também por associações, essa alternativa também apresenta suas deficiências.

Vale notar, por fim, que, por força do que dispõe o art. 5º, XXI da CF as associações também podem atuar como representantes processuais (e não substitutas) dos

²¹⁸ Cf. Edilson Vitorelli, *O devido processo...*, p. 364.

²¹⁹ Cf. Antono Gidi, *Rumo a um Código de Processo Civil Coletivo – a codificação das ações coletivas no Brasil*. Rio de Janeiro: GZ, 2008, n. 2.12 e 2.13., p. 144-152; e *A class action...*, p. 244.

²²⁰ Cf. Edilson Vitorelli, *O devido processo...*, p. 364.

²²¹ “Em uma pesquisa nas decisões do STJ, adotadas entre os anos de 2010 e 2014, foram encontrados 2.212 ementas contendo a expressão “ação civil pública”, mas apenas 74 quando se adiciona a palavra associação, ou seja, um pouco menos de 4% do total” (cf. Edilson Vitorelli, *O devido processo...*, p. 365).

²²² Cf. Edilson Vitorelli, *O devido processo...*, p. 364 e 366.

seus associados, judicial ou extrajudicialmente, desde que expressamente autorizadas pelos últimos.²²³ Como se trata de representação processual, a associação age em nome dos seus associados, e são eles, e não o ente coletivo, a parte do processo.²²⁴ O substituto é parte no processo, o representante não.²²⁵

14.1.3. CVM

Parcela da doutrina entende que a CVM não é legitimada à propositura da ação civil pública prevista na Lei 7.913/89.²²⁶ De fato, o art. 1º da Lei 7.913/89 atribui legitimidade ativa apenas ao Ministério Público, como se viu há pouco. Mas da mesma forma que se invoca o art. 3º dessa lei para sustentar-se que o rol de legitimados à propositura daquela ação coletiva é o contido no art. 5º da LACP – e que, conseqüentemente, as associações ostentam esse predicado –, é forçoso reconhecer que esse dispositivo também prevê a legitimidade de *autarquias*. E a CVM é uma autarquia federal ou, mais precisamente, uma “entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios” (Lei 6.385/76, art. 5º).

Por tal motivo, e respeitada opinião em sentido contrário, a CVM ostenta legitimidade para o ajuizamento da ação civil pública em defesa dos investidores do

²²³ Cf. Viviane Muller Prado e Antonio Deccache, “Arbitragem coletiva e companhias abertas” (no prelo), p. 5 e 6; e César Guimarães Pereira Guimarães e Luísa Quintão, “Arbitragem coletiva no Brasil: a atuação de entidades representativas (art. 5º, XXI, da CF)”, p. 3 (disponível em <http://m.migalhas.com.br/depeso/226706/arbitragem-coletiva-no-brasil-a-atuacao-de-entidades-representativas>; consultado em 10.1.17).

²²⁴ Embora similares, representação e substituição processual são figuras diversas. Nas duas existe dissociação entre o direito material alegado e o que se pretende defender em juízo, mas enquanto na primeira o substituto defende direito alheio em nome próprio, na última o representante defende direito alheio em nome alheio (cf. Marco Tullio Zanzucchi, *Diritto processuale civile*, v. I, 6ª ed. Milano: Giuffrè, 1964 p. 343-345; Antonio Carlos de Araújo Cintra, “Estudo sobre...”, p. 744 e 745; Cândido Rangel Dinamarco, *Instituições...*, v. II, n. 439, 440 e 548, p. 119, 120, 317 e 318; Athos Gusmão Carneiro, *Intervenção de terceiros*, 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2006, n. 18, p. 53; e Cássio Scarpinella Bueno, *Partes e terceiros no processo civil brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 42).

²²⁵ Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, *Impugnação de deliberações...*, n. 24.3, p. 282.

²²⁶ “Ao contrário do que ocorre com a CVM, a SEC é legalmente autorizada a promover ações judiciais objetivando a imposição de penalidades de natureza civil aos infratores das leis sobre *securities*” (cf. Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, n. 5.1, p. 185). Na mesma direção, Eduardo Cândia, “Tutela jurisdicional coletiva...”, p. 116. Embora não faça considerações expressamente sob a ótica da tutela coletiva prevista pela Lei 7.913/89, Paulo Cezar Aragão lamentou a omissão da lei societária, ao atribuir uma posição exclusivamente passiva à CVM, que, nas controvérsias envolvendo companhia aberta, pode apenas intervir como *amicus curiae*, “sem poder atuar como verdadeira substituta processual do acionista minoritário” (cf. “Aspectos processuais...”, p. 70).

mercado de capitais.²²⁷ Tanto é que existem situações concretas em que o ente exerceu essa legitimidade, como no caso “LAEP”, em que a autarquia, em coautoria com o Ministério Público Federal, demandou administradores acusados de manipulação de mercado.²²⁸ Nos casos “Refinaria de Petróleo Ipiranga” e “Suzano Petroquímica” o ente também atuou como autor de ações coletivas, em litisconsórcio com o Ministério Público.²²⁹ Houve também situações concretas em que o Ministério Público ajuizou a ação e requereu a intimação da CVM para que adentrasse no polo ativo ou, se esta assim não quisesse, fosse incluída no polo passivo, e outras em que a CVM atuou como assistente do Ministério Público.²³⁰

Embora nessas situações a autarquia tenha atuado sempre como litisconsorte do Ministério Público, ela detém legitimidade ativa para ajuizar, sozinha, a ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89. Mas, firmada essa premissa, surgem duas indagações: (i) por que, então, a CVM não ajuíza ações coletivas em defesa dos titulares de valores mobiliários; e (ii) é recomendável que ela exerça essa prerrogativa legal?

As duas questões estão interligadas. A pergunta que deve ser respondida é se é recomendável que a CVM exerça essa legitimidade e passe a atuar, mais intensamente, como autora em ações coletivas, em busca de indenização de investidores, destinando seus recursos financeiros e humanos ao desempenho dessa função. Viviane Muller Prado e Renato Vilela indagam, nesse sentido, se deve figurar entre os deveres do regulador a busca pelo ressarcimento de investidores, ou se, por se tratar de interesse individual e privado, referido ressarcimento deveria ficar a cargo apenas das formas privadas de

²²⁷ Cf. Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch, *Mercado de capitais – regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 160; Wilges Bruscato, “A proteção judicial...”, p. 44; Danilo Augusto Barboza de Aguiar, “Proteção dos acionistas...”, p. 115; Camilo Zufelato, “Tutela jurisdicional...”, p. 192; e Mayara Gasparoto Tonin e Mayara Roth Isfer, “Apontamentos sobre...”, p. 274.

²²⁸ Processo nº0005926-19.2013.4.03.6100, 5ª Vara Cível da Seção Judiciária de São Paulo. Admitindo essa possibilidade, com alusão específica a esse caso, Marcelo Trindade e Fabiana Martins de Almeida, *The securities litigation...*, p. 42.

²²⁹ Cf. Daniela Peretti D’Ávila, *A atuação da Comissão...*, p. 73 e 74. Esses processos tramitaram/tramitam sobre segredo de justiça, de modo que não foi possível obter informações detalhadas sobre eles, exceto por notícias veiculadas pela imprensa (<http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/1149328/impresso/empresas/o-crime-nao-compensa>; consultado em 18.9.16).

²³⁰ Cf. Márcia Tanji, *Mercado de capitais...*, p. 174 e 175.

enforcement.²³¹ A resposta, parece-nos, é de que essa reparação deve ser buscada, precipuamente, pelos próprios investidores.

Como acontece com todo mecanismo de *enforcement* público, a atuação da CVM sofre com a escassez de recursos, que faz com que tenha que escolher para onde direcionar seus recursos humanos e financeiros. A Lei 6.385/76 impõe à autarquia um amplo mandato (arts. 8º e 9º da Lei 6.385/76) e, em nossa opinião, ela não deve atuar como uma substituta de investidores e agentes de mercado na busca pela tutela indenizatória.

Um dos motivos que se aponta para a falta de maior efetividade da CVM é, como ocorre com entes públicos em geral, a sua limitação orçamentária, o que faz com que não tenha recursos e pessoal necessários para atuar em casos complexos e numerosos. Essa mesma assertiva é feita nos Estados Unidos a respeito da SEC, com a doutrina apontando os problemas decorrentes da limitação de seus recursos. Alguns autores chegam a compará-la a *Davi, na luta contra Golias*.²³²

Uma forma – arrojada – de superar essa questão poderia ser a contratação de advogados pela própria CVM, com base em honorários de êxito. Nos Estados Unidos, há quem defenda que a SEC utilize advogados privados, com base em honorários de êxito, como forma de afastar a falta de pessoal, a aversão ao risco e as restrições orçamentárias.²³³ Essa alternativa teria as vantagens de não exigir recursos públicos (sempre escassos) e de usar advogados experientes e especializados, mais incentivados e dispostos a tomar riscos do que advogados públicos. Mas é uma sugestão moldada à realidade norte-americana, em que os advogados são os verdadeiros empreendedores dos processos coletivos, financiando-os em troca de honorários de êxito fixados ao final. Implementar essa sugestão no Brasil seria difícil. De toda forma, é uma alternativa, que se deve ao menos considerar como possibilidade.

²³¹ “A pergunta que fica é se deve o regulador trazer para si a concretização do interesse do investidor na indenização dos seus danos ou se, por se tratar de interesse individual e privado, dentro do desenho institucional, o ressarcimento deveria usar apenas as formas privadas de *enforcement*” (cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 839).

²³² Cf. James Cox e Randall Thomas, “SEC *enforcement* heuristics: an empirical inquiry”. *Duke Law Journal*, 53, 2003/2004, p. 757.

²³³ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 180-183.

É recomendável atribuir a busca por ressarcimento aos próprios interessados, e deixar a CVM cuidar de funções mais relevantes, como fiscalização e monitoramento.²³⁴ Num cenário de escassez de recursos – financeiros e humanos –, a CVM deve eleger alguns alvos e neles concentrar seus esforços. Em decorrência das amplas e relevantes funções que lhe são atribuídas por lei, ela deve exercer a prerrogativa legal de ajuizar ação coletiva apenas em situações excepcionais, em que estiver presente alguma relevante função social envolvida no litígio. A atuação da autarquia enquanto responsável pelo *enforcement* da legislação do mercado de capitais deve ser suplementada pela atuação privada, e a busca pela reparação de prejuízos deve ser atribuída, precipuamente, aos próprios prejudicados. O foco do regulador não é e não deve ser compensar as vítimas do ato ilícito.²³⁵

Não há dúvida de que a CVM tem legitimidade para a propositura da ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89. Mas ela deve fazê-lo apenas em situações excepcionais. A tutela indenizatória coletiva deve ser atribuída aos agentes privados, isto é, aos próprios prejudicados pelo ato ilícito (o que, no modelo atual brasileiro, é atribuído às associações). A tutela indenizatória pode ser buscada pela CVM em situações excepcionais, em que houver algum interesse social relevante. Esse interesse se dá especialmente no caso de direitos difusos e coletivos. Diante de direitos individuais homogêneos – como no mais das vezes serão –, a reparação deve em regra ser atribuída unicamente aos seus titulares.

Em suma, a CVM pode propor medida em defesa de interesses individuais homogêneos, mas deve fazê-lo apenas em situações excepcionais. O pleito de indenização relacionado a direitos patrimoniais disponíveis é tarefa que deve ser deixada a cargo do titular do direito violado. A CVM não deve atuar como um substituto do particular, exceto nas hipóteses em que o dano assumir alguma relevância social.

14.1.4. A ausência de legitimidade do particular

Não é a alegada (e inexistente) falta de legitimidade ativa da CVM e das associações que respondem pelo reduzido número de ações coletivas previstas pela Lei 7.913/89. Aqueles entes têm legitimidade para propor essa demanda, mas não o fazem (e,

²³⁴ Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 51-53.

²³⁵ Cf. Steven Ramirez, “The virtues of private securities litigation: an historic and macroeconomic perspective”. *Loyola University Chicago Law Journal*, v. 45, n. 3, 2014, p. 722-725.

no que diz respeito à CVM, essa postura é correta, como se acaba de defender). Ao menos quanto a isso, portanto, o problema reside não na suposta ausência de legitimidade desses entes. O principal problema no que diz respeito à legitimidade para a propositura da ação é, na realidade, a ausência de legitimidade do *particular* para que atue como substituto processual e porta-voz da classe.

Também nesse aspecto o sistema brasileiro se diferencia do norte-americano: neste, atribui-se legitimidade ao acionista para, como representante de toda a classe, propor a ação (Rule 23 das Federal Rules of Civil Procedure, promulgadas em 1938²³⁶). Isso ocorre porque, conforme a lição de Antonio Gidi, o direito norte-americano contemporâneo entende que a forma mais eficiente de se impor o cumprimento da legislação com dimensões sociais (direito do consumidor, ambiental, do mercado de capitais, concorrencial etc.) é atribuir a legitimidade para a defesa desses direitos aos próprios interessados. É nesse contexto que surge a figura do *private attorney general* (procurador-geral privado), expressão que designa o cidadão que age em defesa de um direito que é seu, mas que é também da coletividade.²³⁷

No ordenamento jurídico brasileiro não existe tal previsão, na medida em que o particular – ou mais precisamente, no que diz respeito ao tema objeto deste trabalho, o acionista ou investidor – não figura no rol do art. 1º da Lei 7.913/89 e nem no do art. 5º da LACP. O sistema brasileiro não outorga legitimidade ativa aos acionistas para ajuizarem essa ação coletiva, em nome dos membros do grupo. Apenas o Ministério Público, as associações e os demais entes arrolados no art. 5º da LACP é que podem propor essa demanda. A única situação em que o legislador autoriza a tomada de uma ação coletiva pelo indivíduo é na ação popular (CF, art. 5º, LXIII).

Os dois ordenamentos são, portanto, bastante diferentes nesse aspecto. O norte-americano optou por conferir legitimidade ativa aos indivíduos, estabelecendo alguns requisitos para que se identifiquem as classes ou grupos: devem haver *questões comuns* aos indivíduos (*commonality*) e *a pretensão do representante deve ser semelhante às*

²³⁶ A Rule 23 foi completamente reescrita com uma reforma de 1966 das Federal Rules of Civil Procedure, a partir de quando houve um aumento exponencial de tais ações (cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 46).

²³⁷ Cf. *A class action*, p. 34. De acordo com Mauro Cappelletti e Bryant Garth, “permitir a propositura, por indivíduos, de ações em defesa de interesses públicos ou coletivos é, por si só, uma grande reforma” (cf. *Acesso à justiça*, p. 55).

pretensões dos demais membros da classe (typicality). O ordenamento brasileiro, por outro lado, atribui legitimidade a entes pré-determinados,²³⁸ mas não ao indivíduo.

Outorgar a iniciativa do *enforcement* da legislação do mercado de capitais apenas ao Ministério Público, à CVM e às associações traz consigo o problema da escassez de recursos, na medida em que os dois primeiros são entes públicos, com poucos recursos e muitas funções, e as associações também sofrem com a ausência de fundos e a falta de representatividade (item 14.1.2).

A atribuição de legitimidade apenas ao Ministério Público, a associações e entes públicos tem também uma segunda faceta negativa: falta de incentivos econômicos à tomada de medidas. A estrutura de incentivos econômicos montada para a propositura das ações coletivas é um dos motivos do seu número elevado nos Estados Unidos. O advogado é o principal motor dessa engrenagem, que age motivado pela possibilidade de receber um percentual razoável da indenização, que varia de 20 a 30%.

É verdade que no Brasil, como se verá abaixo, também há uma estrutura de incentivos, como, por exemplo, os honorários advocatícios (item 15). No caso da CVM e do Ministério Público, contudo, a indenização não reverte para o ente, e seus procuradores não recebem honorários advocatícios de sucumbência. Já os advogados das associações podem ser beneficiários da sucumbência.

Seria salutar que a lei outorgasse legitimidade extraordinária para o membro da classe representar toda a coletividade. É correta a defesa feita por parcela da doutrina da extensão da legitimidade ativa para a ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89 à CVM e aos indivíduos enquanto representantes da classe, exigindo-se, em contrapartida, um juízo de representatividade adequada.²³⁹

Vale dizer que o Anteprojeto de Código Brasileiro de Processos Coletivos (art. 19, II) segue a orientação do Código Modelo de Processos Coletivos para a Ibero-América (art. 3º, II), e prevê a legitimidade do membro do grupo, categoria ou classe para a proteção dos

²³⁸ Cf. Rodrigo Mendes de Araújo, *A representação adequada nas ações coletivas*. Salvador: Jus Podivm, 2013, p. 204.

²³⁹ Cf. Rodrigo Mendes de Araújo, *A representação adequada...*, p. 162; Paulo Cezar Aragão, “Aspectos processuais...”, p. 60; Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, p. 169 e 198; e Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do patrimonialismo...”, p. 23 e 24.

interesses coletivos e individuais homogêneos, desde que o juiz reconheça a sua representatividade adequada.

Essa legitimidade deveria ser estendida ao acionista ou investidor, acompanhada de um controle de representatividade adequada, tanto do autor como de seus advogados, a ser feito pelo juiz, a fim de que fossem resguardados os interesses dos membros da classe.

A racionalidade por trás das chamadas ações derivadas, que permeia os arts. 159, §§ 3º e 4º e 246, § 1º da Lei das S/A, é permitir a substituição processual da sociedade por acionistas, em defesa do patrimônio social. Essa lógica deveria estar presente também na Lei 7.913/89, a fim de que os interesses da coletividade pudessem ser defendidos por um dos membros do grupo, em substituição dos demais. Se a lei reconhece a necessidade de que os acionistas atuem como substitutos processuais da companhia, nas ações derivadas previstas pela Lei das S/A, por que não estender essa legitimidade extraordinária também ao processo coletivo?

Está correta Viviane Muller Prado quando afirma que não deveria ser atribuída legitimidade ao Ministério Público para a defesa da lisura do mercado de capitais – e com a consequente alocação do custo de litigância na estrutura estatal –, na medida em que os próprios investidores poderiam pleitear a tutela de seus interesses de modo mais eficiente. É preferível aperfeiçoar a via do *enforcement* privado, do que depender da atuação do Ministério Público nesse mister.²⁴⁰

14.1.5. Controle da representatividade adequada

O controle da representatividade adequada do legitimado coletivo não foi expressamente adotado no direito brasileiro, na medida em que nem a LACP e nem mesmo o Código de Defesa do Consumidor a preveem.

Isso levou parte da doutrina a sustentar que esse controle foi feito em sede legislativa (*ope legis*), o que significa que se deve presumir que os legitimados elencados

²⁴⁰ Cf. “Não custa nada...”, p. 37.

no art. 82 do CDC é que ostentam legitimidade para atuar como porta-vozes dos membros do grupo.²⁴¹

Apesar disso, a doutrina encaminhou-se para sustentar, a partir de uma leitura constitucional, que, a despeito da ausência de previsão legal expressa, o sistema brasileiro de tutela coletiva não é avesso ao exame da representatividade adequada.²⁴²

O direito brasileiro admite o controle judicial da representatividade adequada. Ela alinha-se aos ditames do devido processo legal, e é fator de legitimidade e de efetividade do processo, pois garante qualidade na judicialização de interesses transindividuais, por iniciativa de quem seja a *justa parte*.²⁴³ Num primeiro momento, o julgador deve verificar se há autorização legal para que o ente substitua os titulares do direito coletivo e conduza o processo. Superada essa análise, deve realizar o controle concreto da representatividade, verificando se, por exemplo, existe afinidade temática entre o legitimado e o objeto litigioso do processo (pertinência temática),²⁴⁴ se o legitimado tem capacidade econômica de conduzir o processo, se seus advogados têm competência e a expertise para atuarem, se não há conflito de interesses entre a associação, seus advogados e o objeto do processo.

Nesse sentido, o Supremo Tribunal Federal já entendeu que o Ministério Público, embora figure no rol legal de legitimados à propositura da ação coletiva, não está autorizado a propor ações coletivas tributárias e nem ações coletivas em defesa de direitos individuais homogêneos disponíveis.²⁴⁵

²⁴¹ É o que aponta Ada Pellegrini Grinover, “A tutela jurisdicional dos interesses difusos no direito comparado”. In: *A tutela dos interesses difusos* (coord. Ada Pellegrini Grinover). São Paulo: Max Limonad, 1984, p. 78 e seguintes.

²⁴² Cf. Antonio Gidi, “A representação adequada nas ações coletivas brasileiras: uma proposta”. *Revista de Processo*, n. 108, out./dez. 2002, p. 66; Ada Pellegrini Grinover, “A tutela coletiva dos investidores...”, p. 48 e “Novas questões sobre a legitimação e a coisa julgada nas ações coletivas”. In: *O processo – estudos e pareceres*, 2ª ed. São Paulo: DPJ, 2009, p. 267; Rodrigo Mendes de Araújo, *A representação adequada...*, p. 221; e Fredie Didier Jr. e Hermes Zanetti Jr., *Curso de direito processual civil*, v. 4, 10ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 186-190.

²⁴³ Cf. Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo...*, p. 87,

²⁴⁴ Cf. Fredie Didier Jr. e Hermes Zanetti Jr., *Curso de direito...*, v. 4, p. 188.

²⁴⁵ “CONSTITUCIONAL. AÇÃO CIVIL PÚBLICA. IMPOSTOS: IPTU. MINISTÉRIO PÚBLICO: LEGITIMIDADE. Lei 7.374, de 1985, art. 1º, II, e art. 21, com a redação do art. 117 da Lei 8.078, de 1990 (Código do Consumidor); Lei 8.625, de 1993, art. 25. C.F., artigos 127 e 129, III. I. - A ação civil pública presta-se a defesa de direitos individuais homogêneos, legitimado o Ministério Público para aforá-la, quando os titulares daqueles interesses ou direitos estiverem na situação ou na condição de consumidores, ou quando houver uma relação de consumo. Lei 7.374/85, art. 1º, II, e art. 21, com a redação do art. 117 da Lei 8.078/90 (Código do Consumidor); Lei 8.625, de 1993, art. 25. II. - Certos direitos individuais homogêneos podem ser classificados como interesses ou direitos coletivos, ou identificar-se com interesses sociais e individuais indisponíveis. Nesses casos, a ação civil pública presta-se a defesa dos mesmos, legitimado o Ministério

Verificada a ausência de representatividade adequada, o processo não deve ser extinto, sem resolução de mérito, mas sim aproveitado, com a substituição (isto é, sucessão processual) pelo Ministério Público ou qualquer outro legitimado, convocados a integrar o processo por meio de algum meio de comunicação processual (envio de ofício, publicação em jornal, publicação de edital etc).

14.2. Liquidação da sentença coletiva

O microssistema brasileiro de tutela coletiva também enfrenta dificuldades na liquidação do dano individual.²⁴⁶ Quando a reparação se faz em nível coletivo (isto é, quando o bem jurídico tutelado é titularizado por toda a coletividade ou pelo grupo), é mais facilmente obtida. A maior dificuldade reside na reparação em nível individual.

Embora não se possa descartar que o magistrado, já ao proferir a sentença, disponha de elementos suficientes para fixar a responsabilidade e o seu valor, a sentença coletiva tratando de direitos individuais homogêneos é, via de regra, genérica (CDC, art. 95).²⁴⁷ Sendo julgada procedente a ação civil pública, os beneficiados deverão se habilitar, na forma do disposto no art. 2º, § 1º da Lei 7.913/89 e do art. 97 do CDC, para que lhes seja reconhecido o direito à indenização e quantificado o *quantum* indenizatório.²⁴⁸

Essa liquidação, prevista pelo art. 97 do CDC e que ocorre no âmbito dos processos coletivos envolvendo direitos individuais homogêneos, é diversa e tem objeto mais amplo do que a liquidação de sentença, na medida em que naquela busca-se não apenas apurar o valor do crédito (o *quantum debeatur*), mas também declarar a existência do dano

Público para a causa. C.F., art. 127, caput, e art. 129, III. III. - O Ministério Público não tem legitimidade para aforar ação civil pública para o fim de impugnar a cobrança e pleitear a restituição de imposto - no caso o IPTU - pago indevidamente, nem essa ação seria cabível, dado que, tratando-se de tributos, não há, entre o sujeito ativo (poder público) e o sujeito passivo (contribuinte) uma relação de consumo (Lei 7.374/85, art. 1º, II, art. 21, redação do art. 117 da Lei 8.078/90 (Código do Consumidor); Lei 8.625/93, art. 25, IV; C.F., art. 129, III), nem seria possível identificar o direito do contribuinte com "interesses sociais e individuais indisponíveis." (C.F., art. 127, caput). IV. - R.E. não conhecido" (STF, RE 195056, rel. Min. Carlos Velloso Tribunal Pleno, j. 9/12/99)

²⁴⁶ Cf. Mayara Gasparoto Tonin e Mayara Roth Isfer, "Apontamentos sobre...", p. 274; e Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, p. 173.

²⁴⁷ Cf. Paulo Henrique dos Santos Lucon e Érica Barbosa e Silva, "Análise crítica da liquidação e execução na tutela coletiva". In: *Tutela coletiva* (coord. Paulo Henrique dos Santos Lucon). São Paulo: Atlas, 2006, p. 174.

²⁴⁸ Cf. Cândido Rangel Dinamarco, "Sociedades anônimas e legitimidade...", p. 654; e Teori Albino Zavascki, *Processo coletivo*, n. 7.3.3, p. 176.

individual alegado (liquidação imprópria).²⁴⁹ Devem ser aferidos não só o valor do dano causado, mas a sua própria ocorrência e o nexo da causalidade com o ato ilícito acertado na sentença.²⁵⁰ Sendo acolhida a pretensão, a sentença conterá duas declarações: a de que o demandante é credor de uma indenização e a de que o valor da indenização é o que foi apurado.

Lionel Zaclis sustenta que haveria duas disciplinas de liquidação de dano a titular de direito individual homogêneo: a disciplina do art. 97 do CDC – que estabelece um regramento para o processo coletivo em geral – e a disciplina do art. 2º da Lei 7.913/89. Aquela preveria a prolação de uma sentença genérica, ao passo que, em razão da redação do do art. 2º da Lei 7.913/89, o intérprete é levado a crer que, nesse âmbito, há a prolação de uma sentença condenatória que fixa um pagamento de um montante global, certo e determinado, a ser distribuído entre os investidores. De acordo com Zaclis, a melhor interpretação do dispositivo legal em comento é de que a sentença deve impor uma condenação global, que originará um fundo, ao qual devem se habilitar os investidores, a fim de que recebam seus créditos, proporcionalmente.²⁵¹

A liquidação pode ser promovida também pelo titular do direito material, por seus sucessores e até mesmo pelo legitimado extraordinário (CDC, art. 97), embora parte da doutrina entenda que o Ministério Público só tem legitimidade para pedir a liquidação em favor dos fundos a que se referem os arts. 13 da LACP e 100 do CDC.²⁵²

As dificuldades com a liquidação decorrem, antes de tudo, com a tomada de conhecimento, pelo particular, da própria existência de um processo coletivo que lhe diz respeito, com uma possível condenação a seu favor. Como no processo coletivo existe a dissociação entre a titularidade do direito material e a sua defesa em juízo, é comum que os interessados sequer saibam que foi proposta uma demanda coletiva em seu benefício.

Daí por que é fundamental a comunicação dos interessados a esse respeito, havendo na doutrina alusão até mesmo a um princípio da adequada notificação dos membros do

²⁴⁹ Cf. Cândido Rangel Dinamarco, *Instituições de direito processual civil*, v. IV, 3ª ed. São Paulo, Malheiros, 2009, n. 1.743, p. 734; e “As três figuras da liquidação de sentença”. In: *Atualidades sobre liquidação de sentença* (coord. Teresa Arruda Alvim Wambier). São Paulo: RT, 1997, p. 26 e 27.

²⁵⁰ Cf. Flávio Luiz Yarshell, “Observações...”, p. 154 e 161; Fredie Didier Jr. e Hermes Zanetti Jr., *Curso de direito...*, v. 4, p. 430; e Ricardo Leonel, *Manual do processo...*, n. 5.26.3, p. 435.

²⁵¹ Cf. *Proteção coletiva...*, p. 175 e 176.

²⁵² Cf. Cândido Rangel Dinamarco, *Instituições de direito...*, v. IV, n. 1.743, p. 735 e 736.

grupo.²⁵³ A informação é imprescindível, a fim de que seja possível fiscalizar a condução do processo pelo legitimado extraordinário, a intervenção no processo e também para que o interessado possa optar por excluir-se do âmbito de incidência da decisão coletiva.

O regramento da comunicação nas ações coletivas envolvendo direitos individuais homogêneos está contido no art. 94 do Código de Defesa do Consumidor, que determina que, proposta a ação, deve ser publicado edital no órgão oficial, a fim de que os interessados possam intervir no processo, sem prejuízo de ampla divulgação nos meios de comunicação social. Mas essa comunicação é insuficiente. A comunicação decorrente da publicação de edital é uma ficção, uma formalidade para se presumir que os interessados foram cientificados.

A liquidação também esbarra em óbices com o cálculo do dano individual. A Lei 7.913/89 não traz critérios para a quantificação do dano individual, limitando-se a estabelecer que as importâncias decorrentes da condenação reverterão aos investidores lesados (art. 2º, § 2º), e que as importâncias permanecerão depositadas em conta remunerada, à disposição do juízo, até o que investidor, convocado por edital, habilite-se ao recebimento da parte que lhe cabe (art. 2º, § 1º). Embora a lei determine que os prejuízos dos investidores devem ser individualmente reparados, proporcionalmente, ela não traz critérios e procedimento para a realização desse cálculo, o que faz com a liquidação seja complexa, custosa e demorada.²⁵⁴ Deve ser cogitada, portanto, a adoção de critérios legais distintos, para a apuração de tais danos.

14.3. Destinação da indenização residual: o Fundo de Defesa de Direitos Difusos

Caso os interessados não se habilitem a receber a indenização dentro de dois anos contados da publicação do edital, extingue-se seu direito à reparação, e o saldo da indenização deve ser revertido ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos (Lei 7.913/89, art. 2º, § 2º c/c LACP, art. 13). Essa sistemática assemelha-se à *fluid recovery* norte-americana,²⁵⁵ criação da jurisprudência daquele país para as situações em que o dano é

²⁵³ Cf. Fredie Didier Jr. e Hermes Zanetti Jr., *Curso de direito...*, v. 4, p. 100.

²⁵⁴ Cf. Marcelo Trindade e Fabiana Martins de Almeida, *The securities litigation...*, p. 43.

²⁵⁵ Cf. Rodolfo de Camargo Mancuso, “Ação civil pública...”, p. 38.

causado a um grupo indeterminado de pessoas, e que impõe ao réu arcar com a reparação fluída, para que não seja esvaziada a ordem de ressarcimento.²⁵⁶

Inicialmente, o art. 2º, § 2º da Lei 7.913/89 dispunha que esses valores deveriam reverter para a União Federal. Após alteração promovida pela Lei 9.008/95, passou-se a prever a destinação ao mencionado fundo. O fundo é gerido pelo Conselho Federal Gestor do Fundo de Defesa de Direitos Difusos, órgão vinculado ao Ministério da Justiça, e composto por representantes de inúmeros órgãos estatais, como Secretaria Nacional do Consumidor, Ministério do Meio Ambiente, Ministério da Fazenda, Ministério Público Federal, entre outros, além de representantes de entidades civis. A sua finalidade é receber condenações impostas em processos coletivos, mas que não foram distribuídas aos interessados por razões várias, como, por exemplo, dificuldade de sua identificação.

A determinação de pagamento de uma indenização a um fundo é correta, na medida em que, em razão de comunicação deficiente aos interessados, de seu desinteresse ou mesmo pela ocorrência de liquidações de valor muito reduzido, é comum que, na prática, haja poucas habilitações dos prejudicados. Nesse cenário, para evitar que a norma jurídica concreta emanada no processo reste descumprida (e esvaziada a autoridade estatal), é correta a previsão de que a indenização seja paga pelo ofensor. No caso de direitos individuais homogêneos, portanto, a *fluid recovery* não tem finalidade reparatória, mas sim a de tutelar a relevância social do processo coletivo.²⁵⁷

O problema da previsão do art. 2º, § 2º da Lei 7.913/89 é a destinação dos recursos ao mencionado Fundo de Defesa dos Direitos Difusos. De acordo com a *filosofia do sistema*, os recursos destinados ao fundo deveriam ser aplicados em medidas de compensação, que, embora não devam necessariamente ter relação com a ação ou a base territorial de onde advieram tais recursos, devem ter vinculação com a espécie de interesse tutelado na ação.²⁵⁸

A reversão do saldo da condenação para o Fundo de Direitos e Interesses Difusos não é a melhor alternativa, na medida em que o produto da condenação acaba sendo utilizado para financiar o Poder Público e organizações não governamentais, sem retorno

²⁵⁶ Cf. Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo...*, n. 6.3, p. 150

²⁵⁷ Cf. Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo...*, n. 6.3, p. 150 e 151.

²⁵⁸ Cf. Ricardo de Barros Leonel, *Manual do processo...*, n. 5.2.7, p. 439.

direto aos investidores e nem mesmo ao mercado. As ações civis públicas, assim, atuam mais como um instrumento punitivo, e menos como uma ferramenta de reparação.²⁵⁹

O Fundo de Defesa de Direitos Difusos não tem relação direta com o mercado de capitais, de modo que a destinação da indenização a ele dificilmente redundará em algum benefício ou medida em favor de tal mercado. As indenizações impostas na ação movida com base na Lei 7.913/89, e não reinvidicadas por seus titulares, deveriam reverter para um fundo específico, voltado especialmente para a proteção de interesses do mercado, ou até mesmo serem destinadas, ainda que apenas parcialmente, para a CVM.

14.4. Coisa julgada coletiva

A *class action* norte-americana é uma ação representativa, na qual o autor atua como porta voz do interesse dos membros do grupo, propondo a demanda em nome próprio e de todos os demais que estão em situação semelhante à sua. Diversamente do que ocorre no direito brasileiro, onde a extensão da coisa julgada varia de acordo com o resultado da ação e a suficiência probatória, no modelo norte-americano os seus efeitos são *erga omnes*, em qualquer hipótese.²⁶⁰

No Brasil, o art. 16 da LACP²⁶¹ dispõe que a “A sentença civil fará coisa julgada *erga omnes*, nos limites da competência territorial do órgão prolator, exceto se o pedido for julgado improcedente por insuficiência de provas, hipótese em que qualquer legitimado poderá intentar outra ação com idêntico fundamento, valendo-se de nova prova”. O art. 103

²⁵⁹ Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 37.

²⁶⁰ Cf. Antonio Gidi, *A class action...*, p. 271 e 272. A Rule 23(c)(3) das Federal Rules of Civil Procedure dispõe que nas ações dos tipos (b)(1) e (b)(2) cabe ao juiz de primeira instância descrever na sentença quem é considerado membro do grupo. Nessas duas situações, a coisa julgada vincula todos os membros do grupo, sem possibilidade de exclusão e de afastamento dos efeitos da coisa julgada, o que faz com que essas ações sejam chamadas de *mandatory class action* ou *no opt out class action*. Essa técnica é adequada sobretudo para os casos em que a pretensão do grupo é indivisível e naqueles em que o ajuizamento de ações individuais sobrecarregaria excessivamente o demandado. Já nas ações do tipo (b)(3), a sentença deve descrever os membros do grupo aos quais foi endereçada a notificação prevista no item (c)(2)(B), excluindo-se os que exerceram o direito de exclusão (*opt out*). A Rule 23(c)(2)(B) determina que, nas ações coletivas dessa espécie, todos os membros do grupo devem ser notificados, com um conteúdo de informações mínimas, inclusive a de que o juiz excluirá do grupo quem assim o solicitar, na forma e no prazo fixados. Assim, os membros que não foram adequadamente notificados, ou que, apesar de notificados, exerceram o direito de exclusão, não serão afetados pela sentença, mesmo em caso de procedência.

²⁶¹ Com a redação que lhe foi dada pela Lei 9.494/97.

do CDC, por sua vez, estabelece uma disciplina mais elaborada, que diferencia os efeitos da coisa julgada de acordo com a natureza dos interesses discutidos no processo.

No caso de direitos difusos, a coisa julgada é *erga omnes*, independentemente do resultado da sentença, exceto se for de improcedência por falta de provas, hipótese em que a demanda poderá ser reproposta, com base em novas provas (CDC, art. 103, I). Tratando-se de direitos coletivos, a coisa julgada é *ultra partes*, limitadamente ao grupo ou classe, também independentemente do resultado da sentença, exceto se for de improcedência por falta de provas, caso em que a demanda também poderá ser reproposta com fundamento em novas provas (art. 103, II).

Na hipótese de direitos individuais homogêneos, a coisa julgada é *erga omnes* na esfera coletiva, isto é, em relação aos colegitimados à propositura da ação coletiva: independentemente do resultado da sentença, a ação coletiva não poderá ser reproposta. O que a lei ressalva de acordo com o resultado é o *transporte* da sentença coletiva para a esfera individual, que só poderá ocorrer para beneficiar a vítima (coisa julgada *in utilibus*; art. 103, III).²⁶² A coisa julgada só se opera na esfera individual se a sentença for de procedência, de modo que, desde que o titular do direito não tenha participado do processo coletivo como litisconsorte, poderá repropor a demanda (§ 2º), mesmo diante da improcedência da ação coletiva.²⁶³ A sentença de improcedência, assim, não impede a propositura de ações individuais, exceto para aqueles que, aceitando a convocação do edital previsto pelo art. 94 do CDC, tenham adentrado o processo.

No caso de direitos individuais homogêneos, é atingida pela coisa julgada *ultra partes* toda a comunidade de vítimas, uma vez que a ação coletiva não poderá ser reproposta por qualquer dos legitimados e, conseqüentemente, a pretensão coletiva desses direitos individuais não pode mais ser levada a juízo. Apesar da redação confusa do art. 103, III e § 2º do CDC, diante de direitos individuais homogêneos a coisa julgada se produz *erga omnes*, independentemente do resultado da sentença. O que varia de acordo com o resultado é a sua extensão *in utilibus* para a esfera individual: se a ação coletiva for julgada procedente, a autoridade da coisa julgada se estenderá *erga omnes*, beneficiando

²⁶² Cf. Ada Pellegrini Grinover, *Código Brasileiro...*, p. 203; Kazuo Watanabe, *Os processos coletivos nos países de civil law e common law*. São Paulo: RT, 2008, p. 306; José Rogério Cruz e Tucci, *Limites subjetivos...*, n. 30, p. 319 e 320; e Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo...*, n. 4.3, p. 124.

²⁶³ Cf. José Marcelo Menezes Vigliar, *Tutela jurisdicional coletiva*, 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 176 e 177.

todos os titulares dos direitos individuais homogêneos. Sendo julgada improcedente, ela não prejudicará os direitos individuais, exceto dos que intervieram no processo.²⁶⁴ Os direitos individuais não são prejudicados (§§ 2 e 3º), opção legal que decorre da circunstância de que os membros do grupo não são ouvidos e, via de regra, sequer notificados, de modo que prejudicá-los com o resultado de uma ação coletiva improcedente violaria o devido processo legal.²⁶⁵

No caso de improcedência da ação coletiva em defesa de direitos difusos e coletivos, a coisa julgada impossibilita que os direitos voltem a ser discutidos em juízo (salvo nova prova ou ação rescisória), na medida em que esses direitos só podem ser defendidos em juízo por meio de uma ação coletiva ajuizada pelos entes previstos no art. 82 do CDC. Já na improcedência da ação coletiva em defesa de direito individual homogêneo, não ocorre a mesma situação, pois tais direitos são individuais e divisíveis, sendo tratados coletivamente apenas em razão de sua origem comum. Assim, mesmo diante de sentença de improcedência da ação coletiva, é possível a propositura de ação individual, exceto se o indivíduo tiver participado do processo como litisconsorte. A coisa julgada, além disso, produz-se para os colegitimados coletivos, independentemente de seu resultado.²⁶⁶

Essa regra que se aplica nos processos envolvendo direitos individuais homogêneos pode ser criticada, pois, como aponta Aluísio Gonçalves de Castro Mendes, tal diferenciação dos efeitos da coisa julgada é desproporcional e despropositada, na medida em que não leva em conta, como nos incisos I e II do art. 103 do CDC, um motivo significativo, como a falta ou insuficiência de provas, para afastar a sua extensão. O processo coletivo, assim, torna-se um “instrumento unilateral, na medida em que só encontrará utilidade em benefício de uma das partes”.²⁶⁷

A consequência desse regime é que o indivíduo não tem qualquer incentivo a aderir à ação coletiva, na medida em que, com essa adesão (que otimiza a efetividade da tutela coletiva e que, por isso, deveria ser estimulada), só tem a perder.²⁶⁸ A regra constitui, nas

²⁶⁴ Cf. Antonio Gidi, *Coisa julgada...*, p. 140.

²⁶⁵ Cf. Antonio Gidi, *Coisa julgada...*, p. 116 e 117; e *A class action...*, p. 285.

²⁶⁶ Cf. José Rogério Cruz e Tucci, *Limites subjetivos da eficácia da sentença e da coisa julgada civil*. São Paulo: RT, 2006, n. 30, p. 319 e 320.

²⁶⁷ Cf. *Ações coletivas...*, n. 19.3, p. 279.

²⁶⁸ Cf. Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo...*, n. 4.3, p. 125.

palavras de Teori Albino Zavascki, “fator de desestímulo à adesão de particulares ao processo coletivo”.²⁶⁹ Seguindo-se a lógica da lei, para o indivíduo é melhor permanecer desvinculado ao processo.

Com efeito, proposta a ação coletiva tendo por objeto direitos individuais homogêneos, deve ser publicado edital convidando os interessados a participarem da ação coletiva (CDC, art. 94). Os que manifestarem tal interesse estarão sujeitos aos efeitos da sentença e da coisa julgada, independentemente do resultado (coisa julgada *pro et contra*; CDC, art. 103, § 2º). Os que já tiverem proposto ações individuais, para que sejam atingidos pelos efeitos da sentença coletiva (apenas de procedência) deverão requerer a suspensão de seus processos individuais, dentro do prazo de 30 (trinta) dias a contar da ciência do ajuizamento da ação coletiva (CDC, art. 104).

Embora esse regime tenha por finalidade privilegiar a autonomia privada e proteger os interesses individuais de escolher o momento e a forma da tutela de tais direitos, tem um *grave efeito colateral*, pois, por não tornar o efeito da sentença coletiva impositivo a todos (independentemente do resultado), favorece a multiplicação de ações individuais com a mesma finalidade e admite, ao menos em potencial, decisões conflitantes sobre a mesma matéria.²⁷⁰

Mais do que isso: para situações em que o dano individual é de pequena monta, não faz qualquer sentido preservar a liberdade individual, na medida em que, do ponto de vista concreto, ninguém nunca reunirá condições de buscar a tutela individual de seu direito. E é por isso que, nessas situações e de demandas em série, parte da doutrina defende que se deveria utilizar o critério inverso (*opt out*), a fim de que se impusesse aos que não querem se vincular aos efeitos da decisão coletiva o ônus de se manifestar nesse sentido.²⁷¹

14.5. Transação e compromisso de ajustamento de conduta

A alta probabilidade de celebração de acordos é outra característica invocada como responsável pela intensidade dos mecanismos de *enforcement* norte-americanos.

²⁶⁹ Cf. *Processo coletivo...*, n. 7.7.2, p. 202.

²⁷⁰ Cf. Sérgio Cruz Arenhart, *A tutela coletiva de interesses individuais*, 2ª ed. São Paulo: RT, 2014, n. 2.1.2, p. 56.

²⁷¹ *Ibidem*, p. 56 e 57.

Certificada a ação coletiva pela corte, aumentam-se sobremaneira as chances de acordo, em razão da imprevisibilidade que deriva da *discovery* e de uma condenação que possa vir a ser imposta pelo júri na fase de julgamento.²⁷²

Essa característica também não é infensa a críticas. A pressão que a imprevisibilidade do julgamento impõe pode ser vista, sob certo ângulo, como exagerada e, conseqüentemente, indevida.²⁷³ Nos acordos pactuados em ações coletivas envolvendo controvérsias de mercado de capitais daquele país, ademais, os investidores recuperam, em regra, apenas 2 a 3% das perdas estimadas, o que inclusive tem motivado investidores com participações societárias relevantes a desvincularem-se da ação coletiva (*opt out*), para buscarem ressarcimento individual.²⁷⁴

Aquele modelo apresenta suas deficiências, o que mostra que não pode ser simplesmente transposto para cá. Mas é necessário avaliar como a questão se coloca no Brasil. E desde logo é possível concluir: no país há dificuldades na celebração de acordo envolvendo interesses coletivos, especialmente individuais homogêneos, que também podem ser responsáveis pelo quadro de pouca efetividade analisado neste trabalho.

Isso se dá porque os atos que importam em disposição do objeto material da controvérsia – como a transação e o reconhecimento do pedido – não são abrangidos pelas faculdades inerentes à substituição processual.²⁷⁵ A dificuldade na celebração de acordos acentua-se quando o bem jurídico tutelado é marcado pela indisponibilidade, na medida em que o art. 841 do Código Civil veda a transação, salvo sobre “direitos patrimoniais de caráter privado”.²⁷⁶

Essa reticência com a celebração de acordos envolvendo interesses coletivos foi em parte superada com o CDC, que inseriu o § 6º do art. 5º na LACP. Esse dispositivo prevê o chamado *compromisso de ajustamento de conduta*, negócio jurídico extrajudicial, com eficácia de título executivo, celebrado antes do eventual ajuizamento da ação coletiva,

²⁷² Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 3 e 200.

²⁷³ Cf. Robert B. Thompson e Randall S. Thomas, “The new look of shareholder litigation: acquisition-oriented class actions”. In: *Foundations of corporate law* (coord. Roberta Romano), 2ª ed. New Providence: Lexis Nexis, p. 257.

²⁷⁴ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 83.

²⁷⁵ Cf. Antonio Carlos de Araújo Cintra, “Estudo sobre a substituição processual no direito brasileiro”. *Revista dos Tribunais*, v. 809, mar. 2003, p. 30; e Teori Albino Zavascki, *Processo coletivo*, n. 6.8, p. 159.

²⁷⁶ Embora hoje se saiba que direitos indisponíveis também admitem transação.

entre os legitimados ao ajuizamento de tais ações e aqueles aos quais se atribui a prática de ilícitos.

A doutrina controverte sobre a natureza jurídica do instituto. Para alguns, é autêntica transação,²⁷⁷ enquanto outros negam esse caráter.²⁷⁸ Apesar da divergência, é pacificado o entendimento de que o compromisso não pode dispensar a satisfação do interesse transindividual, o que significa que não pode haver concessão do defensor do direito transindividual, mas unicamente submissão do ofensor. Como o ente legitimado não é o titular do direito material convertido, mas mero substituto processual, ele não pode dispor de tal direito. O que se regula por meio da avença é apenas o modo de cumprimento da obrigação.²⁷⁹ Mesmo os direitos patrimoniais (direitos individuais homogêneos), diz a doutrina, assumem conotação social, “tornando-se indisponíveis processualmente”.²⁸⁰

Ademais, como o art. 5º, § 6º da LACP estabelece que “os órgãos públicos legitimados” é que poderão celebrar o compromisso de ajustamento, defende-se que apenas os sujeitos legitimados que sejam órgãos públicos é que podem celebrar a avença. O acordo celebrado por ente que não ostente esse predicado, diz tal doutrina, é inválido e não impede o ajuizamento de uma nova ação coletiva, por outro colegitimado.²⁸¹ Essa posição não é unânime, havendo quem defenda que todos os legitimados podem celebrar o compromisso de ajustamento de conduta,²⁸² mas, adotada aquela primeira posição, estaria fora do alcance das associações celebrarem tais compromissos.

²⁷⁷ Cf. Ricardo Villas Bôas-Cueva, “Termo de compromisso no processo administrativo sancionador do Banco Central: possibilidade e limites”. In: *Direito sancionador* (coord. Fábio Medina Osório). Belo Horizonte: Fórum, 2007, p. 284; e Fredie Didier Jr. e Hermes Zanetti Jr., *Curso de direito...*, v. 4, p. 305.

²⁷⁸ Cf. Ricardo de Barros Leonel, *Manual do processo...*, n. 518.3, p. 355.

²⁷⁹ Cf. Teori Albino Zavascki, *Processo coletivo*, n. 6.8, p. 161 e 162.

²⁸⁰ Cf. Ricardo de Barros Leonel, *Manual do processo...*, n. 518.3, p. 355. Admitindo a transação envolvendo direitos difusos, v. PROCESSO CIVIL – AÇÃO CIVIL PÚBLICA POR DANO AMBIENTAL – AJUSTAMENTO DE CONDUTA – TRANSAÇÃO DO MINISTÉRIO PÚBLICO – POSSIBILIDADE.

1. A regra geral é de não serem passíveis de transação os direitos difusos. 2. Quando se tratar de direitos difusos que importem obrigação de fazer ou não fazer deve-se dar tratamento distinto, possibilitando dar à controvérsia a melhor solução na composição do dano, quando impossível o retorno ao status quo ante.

3. A admissibilidade de transação de direitos difusos é exceção à regra” (STJ, REsp 299.400/RJ, rel. Min. Francisco Peçanha Martins, rel. para acórdão Min. Eliana Calmon, 2ª Turma, DJ 2.8.06).

²⁸¹ Cf. José Marcelo Menezes Vigliar, *Tutela jurisdicional...*, n. 2.6.9, p. 166; Daniel Fink, “Alternativa à ação civil pública ambiental (reflexões sobre as vantagens do termo de ajustamento de conduta)”. In: *Ação Civil Pública – Lei 7.347/1985 – 15 anos* (coord. Édís Milaré), 2ª ed. São Paulo: RT, 2002, p. 128; e Fredie Didier Jr. e Hermes Zanetti Jr., *Curso de direito...*, v. 4, p. 309.

²⁸² Cf. Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo...*, p. 169; Fernando Grella Vieira, “A transação na esfera da tutela dos interesses difusos e coletivos: compromisso de ajustamento de conduta”. In: *Ação Civil*

Mais do que isso, o compromisso de ajustamento de conduta tem por finalidade, como seu próprio nome diz, *ajustar a conduta* do suposto praticante do ilícito, adequando-a aos ditames legais. Trata-se de instrumento voltado precipuamente à satisfação de obrigações de fazer e não fazer, embora possa ser empregado também para ações reparatórias.²⁸³ De acordo com alguns autores, porém, as últimas devem ser excepcionais, que só devem ser adotadas quando o ajuste propiciar a mesma utilidade prática que adviria do processo judicial.²⁸⁴ Existe, portanto, mais esse óbice à celebração do compromisso de ajustamento de conduta frente a ilícitos que demandam reparação.

Em suma, ainda há dúvidas se os direitos difusos, coletivos ou individuais homogêneos admitem transação ou não. E essa realidade impede a celebração de transações ou, quando menos, as desestimula.²⁸⁵ Considerado esse cenário, em que não se sabe se o compromisso de ajustamento de conduta (i) importa em transação ou mera submissão do suposto ofensor, (ii) pode ser celebrado por associações ou apenas por entes públicos e se (iii) pode prever a reparação de prejuízos, não é difícil concluir por que há poucos acordos dessa natureza (e, conseqüentemente, por que há poucas ações coletivas ajuizadas com base na Lei 7.913/89).

O correto, parece-nos, é que o acordo seja vinculante a todos os membros do grupo, e, em contrapartida, haja mecanismos de controle sobre a defesa do direito em juízo, isto é, sobre a adequação do representante, o conteúdo do acordo etc.

Deveria haver maior liberdade à celebração de transações, assim como ocorre no sistema norte-americano, no qual essa liberdade é balanceada por um sofisticado aparato regulatório, que inclui aprovação judicial da transação, informação aos membros ausentes, direito de se manter fora da avença (*opt out*), entre outros.²⁸⁶ Ao contrário do direito norte-americano, no qual há um complexo procedimento de avaliação judicial sobre o representante adequado e os termos do acordo, além de mecanismos como notificação de

Pública – Lei 7.347/1985 – 15 anos (coord. Édís Milaré), 2ª ed. São Paulo: RT, 2002, p. 271; e Geisa de Assis Rodrigues, *Ação civil pública e termo de ajustamento de conduta: teoria e prática*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 181.

²⁸³ “pode ser obtida não apenas tutela específica no compromisso de ajustamento, mas também a indenização ou reparação do dano causado” (cf. Ricardo de Barros Leonel, *Manual do processo...*, n. 5.18.3, p. 358).

²⁸⁴ Cf. Geisa de Assis Rodrigues, *Ação civil...*, p. 188; e Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo...*, p. 170, nota 546.

²⁸⁵ Cf. Antonio Gidi, *A class action...*, p. 358 e 359.

²⁸⁶ Cf. Érica Gorga, “Is US law...”, p. 678 e 679.

membros ausentes, direito de objeção ao acordo e direito de auto exclusão, no direito brasileiro não há qualquer disposição tratando do acordo em processo coletivo. Para que essa situação melhore, portanto, é necessário reforma legislativa.

15. Regime financeiro do processo

Litigar custa dinheiro. A utilização de um mecanismo de solução de controvérsias e a defesa dos interesses das partes por um profissional habilitado têm um custo, que exige o desembolso de recursos.²⁸⁷ Há gastos com despesas processuais (taxas judiciais, honorários de árbitro, remuneração da câmara de arbitragem, honorários de perito e de assistentes técnicos), despesas extraprocessuais (produção de documentos, viagens, deslocamento etc.) e remuneração de advogado. Seria uma ingenuidade utópica imaginar um sistema de solução de controvérsias sem custos ou solidário, no qual seus atores trabalhariam por mero altruísmo, sem cobrar por seus serviços, ou mesmo um em que todos esses gastos seriam suportados pelo Estado,²⁸⁸ inclusive porque nessa última hipótese o custeio adviria, no fim das contas, da própria sociedade.

A natureza dos interesses envolvidos nos litígios de mercado de capitais faz com que a preocupação com o *regime financeiro do processo* seja uma das questões fundamentais deste trabalho. A defesa de direitos por acionistas e investidores é dificultada pela circunstância de que o custo com a tomada da medida é, muitas vezes, maior do que o benefício *pro rata* que obterão em caso de sucesso. E aqui, considerado o objeto deste trabalho, devem ser distinguidas duas situações: ressarcimento por dano indireto e ressarcimento por dano direto.

Quando se trata de dano indireto, o autor da demanda age como substituto processual da companhia, deduzindo um pleito em favor dela. Há *concentração de custos e dispersão de benefícios*:²⁸⁹ os custos com o litigar são suportados integralmente pelo acionista, mas o eventual benefício será por ele aproveitado apenas indireta e

²⁸⁷ Cf. Salvatore Satta, *Direito processual civil*, v. I (trad. Luiz Autuori), 7ª ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1973, n. 162, p. 150.

²⁸⁸ Cf. Cândido Rangel Dinamarco, *Instituições de direito...*, v. II, n. 738, p. 650 e 651; e Bruno Vasconcelos Carrilho Lopes, *Honorários advocatícios...*, n. 2, p. 3.

²⁸⁹ Expressões de Eduardo Secchi Munhoz (cf. *Alienação de controle...*, p. 90).

proporcionalmente à sua participação no capital, na medida do que for acrescido ao patrimônio da sociedade.

Nesse âmbito, o sistema de incentivos econômicos estabelecido pela legislação para a propositura de ações derivadas é um empecilho ao ativismo societário, na medida em que, se o acionista for vencedor em ação indenizatória movida contra o administrador, a sociedade controladora ou o acionista controlador (Lei das S/A, arts. 159, §§ 4º e 5º e 246, § 1º), a indenização reverterá para a companhia e ele será beneficiado, indiretamente, apenas por uma fração da indenização, proporcional à sua participação no capital da sociedade. A depender do tipo de ação será, ainda, reembolsado por parte das despesas e receberá um prêmio proporcional à indenização principal. Por outro lado, se for vencido, suportará integralmente os ônus financeiros consistentes na imposição de verba sucumbencial, sem partilhá-los com a companhia.²⁹⁰ A alocação de riscos é desbalanceada: o acionista assume riscos no plano individual, mas, em caso de procedência, deve repartir o benefício com a coletividade.²⁹¹

Além disso, como os ganhos de uma medida em defesa da coletividade são auferidos por todos, mas os custos arcados apenas por quem tomou a medida, ocorre o fenômeno que a teoria econômica nomeia de “free ride”, que leva a uma passividade dos acionistas.²⁹²

Em caso de dano direto, o benefício é incorporado diretamente ao patrimônio do prejudicado e, assim, não se aplica a lógica de concentração de custos e dispersão de benefícios que acaba de ser exposta. Mas ainda assim há um obstáculo a transpor nessa hipótese: o custo com o processo pode ser superior ao prejuízo que se quer reparar. É o que ocorre, por exemplo, com um investidor de uma companhia cujo estatuto social contém cláusula compromissória de arbitragem: os custos com a arbitragem e com a contratação de advogado podem ser muito superiores ao próprio valor da sua participação na sociedade. Em caso de dano direto, sob o ponto de vista do custo financeiro o desafio reside

²⁹⁰ Cf. Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, “Os empecilhos...”, p. 172; e Bruno Salama e Viviane Muller Prado “Legal protection...”, p. 174.

²⁹¹ Cf. Érica Gorga, “Is US law...”, p. 656 e 657; e Ana Carolina Rodrigues, “A responsabilidade civil...”, p. 20.

²⁹² Cf. Dario Latella, “Shareholder derivative...”, 317; e Luis André Negrelli de Moura Azevedo, “Ativismo dos investidores...”, p. 243.

principalmente no estabelecimento de mecanismos de litígio agregado, que superem o *valor negativo* que tais interesses apresentam, para que sejam defensáveis em bloco.

Quanto maior a participação do acionista no capital social, maior é o benefício que poderá auferir com a tomada de medidas em defesa do patrimônio comum. Seria de se esperar, por isso, que investidores institucionais fossem os principais autores de tais demandas.²⁹³ Mas, como já se adiantou alhures, esses entes não adotam uma postura ativa no Brasil.

Os aspectos que acabam de ser expostos são alguns dos motivos pelos quais o investidor prefere ir à CVM a ir ao Judiciário ou à arbitragem, e por que há desequilíbrio entre processos administrativos sancionadores e outras medidas, na comparação com medidas judiciais e arbitrais: naqueles não há exigência de pagamento de taxas e nem imposição de dever de reembolso e indenização, além de também não exigirem a contratação de advogados.²⁹⁴

Nesse cenário, a estrutura de incentivos econômicos para a tomada de medidas assume grande importância.²⁹⁵ São, por isso, duas as perguntas que devem ser feitas: quem e como se financia o processo?

Nos Estados Unidos, as ações coletivas – que, torna-se a dizer, são o principal instrumento privado de cumprimento da legislação do mercado de capitais daquele país²⁹⁶ – costumam ser patrocinadas pelos próprios escritórios de advocacia, que atuam como autênticos *empreendedores de litígio*, à procura de um membro da classe que possam representar (o que levou à sua comparação com *caçadores de recompensas* do Velho Oeste²⁹⁷). São os escritórios de advocacia que custeiam o processo e trabalham, no mais das vezes, apenas com base em um contrato de êxito: obtida condenação ou celebrado acordo, recebem um percentual do benefício obtido, que em regra varia de 20 a 30%. Por

²⁹³ Cf. Luis André Negrelli de Moura Azevedo, “Ativismo dos investidores...”, p. 242.

²⁹⁴ Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 106; e “A responsabilidade civil...”, p. 29.

²⁹⁵ Se o comportamento das pessoas fosse pautado apenas pela norma jurídica, bastaria estabelecer um comando em lei para que fosse disciplinado. Mas as ações das pessoas são pautadas por inúmeros outros fatores, como crenças, valores, ambições, além de seu cálculo de riscos, custos e benefícios. Daí a importância de se pensar na norma jurídica não apenas como comando, mas também como incentivo (cf. Bruno Meyerhof Salama, *O fim da responsabilidade limitada no Brasil*. São Paulo: Malheiros, 2014, n. 6.3.1, p. 385).

²⁹⁶ Cf. Robert B. Thompson e Randall S. Thomas. “The new look...”, p. 257.

²⁹⁷ Cf. Gerard Hertig, Reinier Kraakman e Edward Rock, “Issuers and investor protection”. In: *The anatomy of corporate law*, 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, p. 295.

isso que se escreveu que lá “o verdadeiro representante do interesse do grupo em juízo (...) é o advogado da classe, e não o seu membro”, e que o advogado “é considerado um empreendedor, e a *class action* um investimento privado” seu.²⁹⁸ Mais do que isso, já se disse que o advogado é o “imperador absoluto” das ações coletivas naquele país.²⁹⁹

Naquele modelo, cada parte deve assumir os seus gastos com o processo, com exceção de ações derivadas bem sucedidas, nas quais a companhia deve arcar com as despesas do litigante que atuou como seu substituto processual. No Reino Unido, a regra geral – e que se aplica no Brasil, com algumas adaptações – é a de que o vencido deve indenizar o vencedor pelos gastos proporcional e razoavelmente incorridos. Essa diferença de tratamentos leva a crer que, na comparação entre os dois sistemas, o litigante inglês tem menos incentivos a ajuizar demandas, na medida em que tende a receber apenas uma parte proporcional do benefício em caso de sucesso da demanda, mas arrisca-se a pagar a integralidade dos honorários do advogado da outra parte, caso seja vencido.³⁰⁰

O modelo norte-americano tem algumas vantagens. O advogado talvez seja o mais apto a avaliar o mérito e a possibilidade de êxito de uma demanda, além de ser quem tem melhores condições de reduzir a principal despesa com tais processos, que são justamente os honorários advocatícios contratuais.³⁰¹ Em contrapartida, esse sistema abre espaço para conflitos de agência e condutas oportunistas do advogado, que podem redundar em demandas frívolas e acordos celebrados por valor inferior ao efetivamente devido.³⁰² como quem financia o processo são os próprios advogados, eles estão sujeitos a um grau de monitoramento menor do que se tal financiamento adviesse de algum membro da classe.³⁰³

²⁹⁸ Cf. Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, n. 2.2, p. 42, nota 29.

²⁹⁹ Cf. Antonio Gidi, *Rumo a um Código...*, n. 2.13, p. 152.

³⁰⁰ Nos EUA, diz o texto, “each side pays its own legal expenses, with the exception of successful derivative suits, where the corporation will pay the legal expenses of the shareholder litigant. Directors’ legal expenses are commonly both indemnified by the company and covered by D&O insurance”, enquanto que no Reino Unido “‘Loser pays’ fees are typically assessed against the unsuccessful party in legal proceedings on a ‘standard basis’ that covers litigation expenses ‘proportionately and reasonably incurred’ and ‘proportionate and reasonable in amount’ (cf. John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins, and Richard Nolan “Private enforcement of corporate law: an empirical comparison of the United Kingdom and the United States”. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 6, dez. 2009, p. 693).

³⁰¹ Cf. Neil Andrews, *O moderno processo civil* (trad. Teresa Arruda Alvim Wambier), 2ª ed. São Paulo: RT, 2012, n. 9.3, p. 309; Mauro Cappelletti e Bryant Garth, *Acesso à justiça*, p. 18; Robert B. Thompson e Randall S. Thomas, “The new look...”, p. 258; e Elliot J. Weiss e Lawrence J. White, “File early...”, p. 275 e 276.

³⁰² Cf. Roberta Romano, “The shareholder suit...”, p. 55.

³⁰³ Cf. John Coffe Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 212.

No Brasil, é a parte quem custeia o processo, a começar pela remuneração do advogado. Há também outros gastos, como taxas judiciárias, honorários de árbitro, taxas da câmara de arbitragem, remuneração de perito e assistentes técnicos etc. Além disso, como de modo geral no resto do mundo, vigora no país a regra do “loser pays” – também chamada de regra inglesa (*English rule*) –, segundo a qual a parte perdedora paga à vencedora os custos em que incorreu para litigar, nisso incluídos os assim chamados honorários advocatícios de sucumbência. Essa regra se fundamenta em políticas públicas de desencorajar demandas infundadas e no senso de justiça de reparação da parte vencedora.³⁰⁴

Nos Estados Unidos, a regra é a de que a parte perdedora deve pagar as despesas com o litígio (cópias, taxas etc.), mas não honorários advocatícios de sucumbência, exceto se alguma regra substancial (legal ou contratual) dispuser o contrário (*American rule*). Nesse sistema, se o autor da demanda for perdedor, ele será responsável por nada, exceto taxas judiciais e despesas do seu advogado. Se for vencedor, o advogado recebe uma parte significativa da condenação.³⁰⁵

15.1. Despesas processuais: ônus de antecipação

Despesas processuais é uma locução ampla, que designa todos os elementos que compõem o custo do processo, à exceção de honorários advocatícios. Abrange, assim, (i) taxa judiciária ou custas devidas ao Estado pelo exercício da jurisdição, (ii) emolumentos devidos a cartórios não-oficializados, (iii) custos com atos e diligências, como citações e intimações, e (iv) a remuneração de eventuais auxiliares do juízo, como perito, depositário, avaliador, administrador judicial.³⁰⁶ Com algumas adaptações, a expressão também se aplica à arbitragem, na qual há gastos com a remuneração de árbitros, taxas exigidas pela câmara arbitral (se a arbitragem for institucional, como no mais das vezes é), além de todos os demais custos com atos de comunicação (notificações, cartas arbitrais) e produção da prova.

³⁰⁴ Cf. Neil Andrews, *O moderno processo...*, n. 9.9, p. 313 e 314.

³⁰⁵ Cf. Guido Ferrarini e Paolo Giudici, “Financial Scandals...”, p. 48 e 49; e Mauro Cappelletti e Bryant Garth, *Acesso à justiça*, p. 16.

³⁰⁶ Cf. Cândido Rangel Dinamarco, *Instituições de direito...*, v. II, n. 739, p. 652.

O Código de Processo Civil brasileiro determina que, salvo nas situações em que concedida a gratuidade processual, as partes devem antecipar o pagamento das despesas dos atos que realizarem ou requererem,³⁰⁷ e que cabem ao autor esse ônus quanto a atos determinados de ofício pelo juiz ou a requerimento do Ministério Público, quando sua intervenção ocorrer como fiscal da lei (CPC, art. 82, *caput* e § 1º). Em caso de perícia, cada parte deve antecipar os honorários de assistente técnico que indicar, e os honorários de perito devem ser adiantados por quem requereu a perícia, ou rateados quando tiver sido determinada de ofício ou pleiteada por ambas as partes (CPC, art. 95). A sentença deve condenar o vencido a pagar ao vencedor as despesas que antecipou (CPC, art. 82, § 2º) e honorários ao advogado do vencedor fixados entre 10 a 20% do valor da condenação, do proveito econômico obtido ou, não sendo possível mensurá-los, do valor da causa atualizado (CPC, art. 85).

A arbitragem segue uma lógica parecida. Há poucas disposições legais tratando do pagamento das despesas, como o art. 13, § 7º da Lei de Arbitragem, que determina que o tribunal arbitral poderá impor às partes o adiantamento de verbas para despesas e diligências, e o art. 27 da mesma lei, que estabelece que a sentença arbitral decidirá sobre a responsabilidade quanto ao pagamento das custas e despesas, respeitadas, se existirem, as disposições da convenção arbitral. Em razão disso, na prática acaba sendo seguido o regramento da convenção ou do regulamento do ente administrador da arbitragem, que estabelecem, em regra, que as partes compartilham o ônus de antecipar as despesas da arbitragem e os honorários de árbitro, e que, caso uma delas se recuse a fazer o pagamento que lhe cabe, a outra será chamada a pagar em seu lugar. Nessa hipótese, a parte que não fez o pagamento não poderá deduzir pedido.³⁰⁸ Com relação ao reembolso da parte que se lograr vencedora, os regulamentos de arbitragem relem o assunto ao acordo entre as partes ou determinam que o tribunal arbitral decida a respeito.³⁰⁹ O que acontece na

³⁰⁷ De acordo com o art. 84 do CPC, “As despesas abrangem as custas dos atos do processo, a indenização de viagem, a remuneração do assistente técnico e a diária de testemunha”.

³⁰⁸ Nesse sentido, art. 12 do Regulamento de Arbitragem do Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (<http://www.ccbc.org.br/Materia/1067/regulamento>; consultado em 28.11.16); art. 8 do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/regulamentacao/; consultado em 28.11.16); e da Tabela de Custas e Honorários dos Árbitros da Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem CIESP/FIESP (<http://www.camaradearbitragemsp.com.br/pt/arbitragem/tabela-custas.html>; consultado em 28.11.16).

³⁰⁹ Nesse sentido, art. 10.4.1 do Regulamento de Arbitragem do Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (<http://www.ccbc.org.br/Materia/1067/regulamento>); art. 7.4.(iv) do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/camara-

prática, também, é que a matéria acaba sendo disciplinada pelas próprias partes, seja na cláusula compromissória, seja no termo de arbitragem.

A regra geral do direito processual civil, portanto, é a de que cada parte arca com os seus custos de litigar e, ao final do processo, o vencido indeniza o adversário pelas despesas processuais e paga ao advogado da contraparte honorários fixados pelo juiz (honorários sucumbenciais). A contratação de advogado, taxas judiciais e todas as demais despesas processuais – como eventual perícia – devem ser suportadas pelo autor da demanda, que será reembolsado pela contraparte, caso se logre vencedor no processo.

O sistema instituído pela lei compõe-se de um *ônus de adiantar* despesas processuais e de um *dever* de pagá-las ou reembolsá-las ao final do processo. Essa é a regra geral do direito processual civil e que se aplica também a todas as demandas societárias e envolvendo mercado de capitais.

A situação é diferente no processo coletivo, pois os arts. 18 da LACP e 87 do CDC estabelecem que nos processos coletivos não devem ser adiantados “custas, emolumentos, honorários periciais e quaisquer outras despesas”, bem como que não haverá “condenação da associação autora, salvo comprovada má-fé, em honorários de advogado, custas e despesas processuais”. Comprovada a litigância de má-fé, a associação autora e os seus representantes responsáveis pela propositura da demanda devem ser condenados ao pagamento de honorários advocatícios e ao décuplo das custas, sem prejuízo de responsabilidade por perdas e danos (art. 17 da LACP).³¹⁰ É o mesmo regime estabelecido para a ação popular, que isenta o autor das verbas sucumbenciais, salvo quando comprovada a má-fé (CF, art. 5º, LXXIII e Lei 4.717/65, art. 13).

No microsistema dos processos coletivos existe, portanto, um maior incentivo financeiro à propositura de demandas, cuja finalidade é evitar que a carência de recursos impeça o ente legitimado de ajuizar e conduzir adequadamente a ação coletiva. Sob a perspectiva dos honorários advocatícios de sucumbência essa lógica também se aplica: o advogado do ente legitimado tem direito ao recebimento de honorários advocatícios se esse ente for vencedor, mas ele não é condenado ao pagamento da verba se isso não ocorrer, a

de-arbitragem-do-mercado-cam/regulamentacao/; consultado em 28.11.16); e art. 6.16 da Tabela de Custas e Honorários dos Árbitros da Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem CIESP/FIESP (<http://www.camaradearbitragemsp.com.br/pt/arbitragem/tabela-custas.html>; consultado em 10.12.16).

³¹⁰ Disposição contida também no art. 87, parágrafo único do CDC.

não ser se houver comprovada má-fé. Há, assim, um duplo incentivo à tomada dessas medidas: irresponsabilidade pela verba sucumbencial em caso de improcedência e recebimento de honorários em caso de procedência. Como os honorários sucumbenciais podem ser objeto de avença entre a parte e seu advogado, é possível que revertam, parcialmente, para a parte, ou pelo menos componham os honorários contratuais pactuados.

Mas mesmo essa legislação merece reparos, na medida em que não estabelece um regramento a respeito do pagamento de assistentes técnicos em caso de perícia, que em litígios complexos e técnicos pode atingir montantes elevados. Para superar essa lacuna legal, Ricardo de Barros Leonel sustenta que os peritos particulares devem ser remunerados ao final do processo, ou pelo réu vencido, ou pelo autor, se tiver atuado com má-fé, ou pelo Estado (se o processo tramitar na Justiça Federal, a responsável será a União; se o processo tramitar na Justiça Estadual, o Estado-membro respectivo).³¹¹ É pouco provável, contudo, que peritos particulares aceitem se sujeitar a esse regime, e trabalhem sem receber qualquer remuneração de início.

Outra alternativa é a aplicação, para a remuneração de assistente técnico, do disposto nos incisos I e II do § 3º do art. 95 do CPC, que preveem que, quando o pagamento da perícia for de responsabilidade de beneficiário de gratuidade da justiça, ele poderá ser (i) efetivado com recursos alocados no orçamento do ente público e a perícia realizada por servidor do Poder Judiciário ou por órgão público conveniado, ou (ii) ser realizado com recursos alocados no orçamento estatal, no caso de perícia conduzida por particular, situação em que a remuneração será fixada de acordo com tabela do tribunal ou, em caso de sua omissão, do Conselho Nacional de Justiça. Após o trânsito em julgado da decisão final, o juiz deve oficiar a Fazenda Pública para que promova, contra quem tiver sido condenado ao pagamento das despesas processuais, a execução dos valores gastos com a perícia particular, exceto se o condenado tiver sido beneficiário da gratuidade processual (CPC, art. 95, § 4º).

Há também decisões em que se determinou o custeio de perícia em ação coletiva com recurso do Fundo de Defesa dos Direitos Difusos,³¹² entendimento que é criticado pela doutrina, porque o emprego daqueles recursos para essa finalidade contraria a

³¹¹ Cf. *Manual do processo...*, p. 443 e 444.

³¹² STJ, RMS 30812-SP, 2ª rel. Min. Eliana Calmon, 2ª Turma, j. 4.3.10.

finalidade do fundo, que é o custeio de medidas compensatórias voltadas diretamente à proteção de interesses metaindividuais.³¹³

Nas situações em que o acionista age como substituto processual da companhia, ele defende, em nome próprio, direito alheio. Isso significa que, embora o titular do direito material controvertido seja a companhia, a parte é o acionista. E, enquanto parte, ele é titular de todas as situações jurídicas processuais ativas e passivas inerentes a essa condição, inclusive do *onus de adiantar as despesas processuais*. É também por isso que em caso de litigância de má-fé quem responde é o sócio-autor, e não a companhia.³¹⁴ Diversamente do que ocorre com o representante, o substituto processual, como bem explicado por Allorio, suporta o custo do processo.³¹⁵

15.2. O regime financeiro das ações derivadas da Lei das S/A

Na ação movida contra administrador de sociedade anônima, o art. 159, § 5º da Lei das S/A estabelece que, quando a demanda for ajuizada pelo acionista em substituição processual e for julgada procedente, a companhia deve indenizá-lo de todas as despesas em que houver incorrido, com correção monetária e juros, até o limite da condenação principal.

Já na ação proposta contra sociedade controladora e acionista controlador, o art. 246, § 2º da Lei das S/A dispõe que, em caso de procedência da ação indenizatória contra sociedade controladora, esta deve, além de pagar a indenização devida à controlada, pagar custas, honorários de advogado de 20% e um prêmio de 5% sobre o valor da indenização.

Essas disposições são mostras claras de maneiras pelas quais o legislador procurou estimular o ajuizamento dessas demandas, ao positivar regras que estabelecem incentivos financeiros.

Apesar de louváveis, esses mecanismos apresentam aspectos que, sob determinada ótica, podem ser vistos como fragilidades, porque exigem que o acionista incorra em gastos que só serão indenizados *posteriormente e em caso de procedência*:

³¹³ Cf. Ricardo de Barros Leonel, *Manual do processo...*, n. 5.27, p. 441.

³¹⁴ Cf. Cândido Rangel Dinamarco, “Sociedades anônimas e legitimidade...”, n. 405, p. 629-631.

³¹⁵ Cf. *La cosa giudicata rispetto ai terzi*. Milano: Giuffrè, 1992, n. 146, p. 250.

impõe-se ao acionista o ônus de adiantar todas as despesas com o processo, para que seja reembolsado, eventualmente, anos depois, quando da procedência da ação.³¹⁶ Por outro lado, um regime de completa irresponsabilidade do demandante pelos gastos com o processo muito provavelmente pavimentaria caminho para demandas infundadas e aventureiras. Alguma responsabilidade é imprescindível.

Mas, quando menos, deveria haver reembolso integral das despesas na hipótese prevista no art. 159, § 3º, isto é, quando a assembleia geral deliberou ajuizar a ação (deliberação positiva), mas a administração não cumpriu a deliberação e o acionista tomou a iniciativa de demandar em substituição processual da companhia. Nesse caso, a indenização deveria ser paga independentemente do resultado da ação.³¹⁷ Nessa situação talvez se pudesse cogitar até mesmo o custeio do processo (ônus de antecipação) pela própria sociedade.

Mas há outro aspecto que chama a atenção no regramento da legislação societária a respeito das despesas processuais com as ações derivadas, qual seja, a disparidade regulatória com a que lei lida com o assunto, ao impor tratamentos diversos para situações semelhantes.

O regramento das ações derivadas carece de sistematicidade, como já se viu no item 12. Um dos aspectos em que essa falta de sistematicidade revela-se consiste na circunstância de que o § 5º do art. 159 da Lei das S/A estabelece que devem ser indenizadas *todas as despesas* com o processo, inclusive *juros e correção monetária*, ao passo que o § 2º do art. 246 alude apenas ao pagamento das *custas*, sem fazer menção a outras despesas, nem mesmo a juros e correção monetária. Qual a razão de ser dessa distinção feita pelo legislador? Qual o *discrímen* empregado?

A lei deveria ter estabelecido uma mesma disciplina para as três demandas, pois em todas elas ocorre o mesmo: o acionista, em substituição processual da companhia, pleiteia o pagamento de uma indenização que, se concedida, reverterá para a companhia e, indiretamente, para toda a coletividade de sócios. Em todas elas há a atuação individual em prol do interesse comum, e todas elas se sujeitam à mesma lógica de concentração de

³¹⁶ Cf. Ana Carolina Rodrigues, “A responsabilidade civil...”, p. 20.

³¹⁷ Cf. Osmar Brina Corrêa-Lima, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989, p. 115.

custos e dispersão de benefícios.³¹⁸ Logo, elas deveriam subordinar-se à mesma disciplina, preferencialmente a do art. 159, § 5º, que é mais ampla, ao determinar o reembolso de todas as despesas com o processo, inclusive juros e correção monetária.

15.3. Honorários de advogado

O sistema brasileiro de financiamento do processo diferencia-se, parcialmente, do norte-americano sob dois aspectos. Nas ações individuais norte-americanas, a regra geral é, assim como no Brasil, a de que os honorários devem ser objeto de contrato entre o advogado e seu representado. Apesar disso, naquele sistema não há a imposição do dever de pagamento de honorários sucumbenciais ao vencido – isto é, não vigora a regra de “o perdedor paga”.

A segunda distinção consiste em que, nas ações coletivas do direito norte-americano, pela sua própria natureza, a disciplina dos honorários não pode ser deixada à relação contratual que existe entre o advogado e o representante, ou, pior, entre o advogado e todos os membros do grupo representado: a única solução cabível é relegar ao juiz o encargo de fixá-los.³¹⁹ O valor da verba é estabelecido pelo julgador, devendo ser razoável e refletir o trabalho efetivamente realizado (Rule 23(h)). Via de regra, os honorários são fixados entre 20 e 30% do valor total do fundo comum produzido com o acordo ou com a sentença coletiva.³²⁰

A advocacia no Brasil é uma profissão liberal e, por isso, os serviços prestados por advogado são remunerados de acordo com o que é estabelecido contratualmente entre ele e a parte (*honorários contratuais*). Além dos honorários contratuais, a lei brasileira prevê também os assim chamados *honorários de sucumbência*,³²¹ qualificando-os como um direito do próprio advogado (Lei 8.906/94, art. 23).

³¹⁸ Expressões de Eduardo Secchi Munhoz (cf. *Alienação de controle...*, p. 90).

³¹⁹ Cf. Antonio Gidi, *A class action...*, p. 362 e 363.

³²⁰ Cf. Antonio Gidi, *A class action...*, p. 378; e Theodor Baums e Kenneth Scott, “Taking shareholder protection...”, p. 12.

³²¹ Expressão que, embora possa ser criticada, na medida em que os honorários não decorrem propriamente da sucumbência em si, mas da regra de causalidade, é empregada neste trabalho por ser utilizada na prática forense e até mesmo pela doutrina.

Os honorários sucumbenciais em caso de procedência devem ser fixados entre 10 a 20% sobre a condenação (CPC, art. 85, § 2º). Há quem diga que esses percentuais são baixos e representam um dos motivos do número reduzido de ações coletivas, defendendo que esses limites aplicam-se apenas a ações individuais, e que em processos coletivos o juiz pode ir além dos 20% previstos pelo CPC, como forma de atrair advogados competentes para essas demandas.³²² De acordo com essa doutrina, o sucesso do sistema de tutela jurisdicional de grupos no Brasil exige que os processos coletivos sejam uma atividade lucrativa, e para isso o juiz deve ter liberdade para atribuir honorários substanciais ao advogado.³²³

Por outro lado, alguns autores afirmam que a circunstância de que o direito processual civil brasileiro adota o sistema do “perdedor paga” pode ser vista como um desincentivo à tomada de medidas,³²⁴ especialmente em demandas em substituição processual, nas quais o benefício do demandante é indireto e desproporcional ao total do benefício buscado. Além de pagar honorários contratuais, para ser representado por um advogado, quem vai a juízo também pode ser condenado a pagar honorários ao advogado do seu adversário.

Mas isso é verdade? Se na prática americana os honorários são em regra fixados entre 25 a 30%, havendo situações em que tais percentuais são maiores ou menores do que esses números, não é possível dizer que a previsão do direito brasileiro, de fixação de honorários em até 20%, se aproxima daquele modelo?

A opção pela imposição de dever de pagamento de despesas processuais e honorários à parte perdedora parte da premissa de que com isso diminui-se o risco de demandas frívolas: a possibilidade de ser apenado com a verba sucumbencial teria o potencial de dissuadir o litigante de eventual pretensão aventureira. A contrapartida à regra é que também podem ser reduzidas demandas procedentes, em razão do temor que mesmo aqueles que têm razão à luz do direito material podem ter ao considerar o ajuizamento de uma demanda (*underdeterrence*).³²⁵

³²² “Ao selecionar a porcentagem dedicada aos honorários advocatícios em uma ação coletiva, o juiz brasileiro não precisa necessariamente seguir as diretrizes do art. 20, § 3º, do Código de Processo Civil, se o valor assim fixado afrontar sua consciência” (cf. Antonio Gidi, *A class action...*, p. 389).

³²³ Cf. Antonio Gidi, *Rumo a um Código...*, n. 2.13, p. 153.

³²⁴ Cf. Marcelo Trindade e Fabiana Martins de Almeida, *The securities litigation...*, p. 44.

³²⁵ Cf. Amanda Rose, “The multienforcer...”, p. 2.192.

Essa regra pode funcionar como um desincentivo a alguém que pretenda tomar a dianteira e atuar como representante da classe em uma demanda coletiva. Nesse sentido, Érica Gorga entende que, por alguns motivos, as ações coletivas no Brasil são incomuns e inapropriadas à reparação de agentes do mercado de capitais. Um desses motivos é que o direito processual civil brasileiro adota a regra de “o perdedor paga”, que impõe ao vencido o dever de pagar honorários de advogado e reembolsar as custas dispendidas pelo vencedor. E isso, de acordo com a autora, seria um desincentivo ao ajuizamento de ações, pelo temor de imposição desse dever.

Mas essa assertiva deve ser vista com um grão sal. Tanto a responsabilidade como a irresponsabilidade, em seus extremos, são ruins e podem causar prejuízos. Tudo se resume a encontrar o ponto ótimo da cadeia de requisitos e incentivos, como exposto no item 7.1. Prova disso é que existe uma forte discussão entre estudiosos norte-americanos a respeito do modelo de honorários naquele país, e a doutrina relata uma tendência de companhias norte-americanas adotarem previsões em seus estatutos que atribuem à parte perdedora o dever de pagar honorários de advogado.³²⁶

A assertiva feita por Érica Gorga também não é exatamente correta por conta do regramento que se aplica à questão no processo coletivo. O microsistema brasileiro de ação coletiva altera parcialmente a regra geral, ao estabelecer que o autor da ação coletiva não tem o ônus de adiantar despesas processuais, não precisa pagar honorários de advogado e tampouco reembolsar despesas processuais caso seja perdedor.

Mas isso não afasta a necessidade de contratação de advogados e, conseqüentemente, de remuneração de tais profissionais, bem como outras despesas com a manutenção do processo, como cópias, deslocamento etc. Os gastos com a manutenção do processo e a remuneração do advogado atuam em desfavor de “um engajamento mais acentuado de boa parte das associações”.³²⁷

É verdade, porém, que, apesar desse regramento, um grande problema ainda remanesce: a ação coletiva prevista na Lei 7.913/89 só pode ser proposta pelo Ministério Público, por associações civis e outros entes públicos, e não por particulares. No mais das vezes a parte ativa dessas ações será representada por advogados públicos, aos quais faltam

³²⁶ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 167.

³²⁷ Cf. Viviane Siqueira Rodrigues, *O processo coletivo...*, p. 79.

incentivos e expertise, ou, no caso da maior parte das associações civis, advogados despreparados e mal remunerados, aos quais se aplicam esses mesmos problemas. No sistema norte americano, em contrapartida, tais ações são ajuizadas por advogados, em nome de investidores, sendo que tais advogados adiantam as despesas processuais e trabalham com base em honorários de êxito, que, se devidos, são fixados razoavelmente sobre o valor da condenação. Isso representa um incentivo a tais ações.³²⁸ No Brasil, poderiam ser contratados advogados especializados na matéria, mas isso gera custos, o que faz com que seja invocado o mesmo problema relatado inicialmente.

A segunda diferença está nos honorários contratuais: nos Estados Unidos é bastante comum a contratação de honorários exclusivamente de êxito, de modo que o risco com a litigância é, nessas situações, transferido ao advogado. Já no Reino Unido isso era inicialmente proibido,³²⁹ mas foi ao poucos sendo admitido.

Os contratos de honorários condicionais – isto é, devidos apenas em caso de êxito – se tornaram, nas palavras de Neil Andrews, o “cavalo de batalha” da defesa de acesso financeiro à justiça na Inglaterra, a partir de 1990, com a edição do Courts and Legal Services Act, que introduziu essa modalidade de honorários no direito inglês. Tradicionalmente, ela era pouco aceita pelo *common law*, como decorrência do princípio de que o advogado não pode ter interesse no desfecho do processo. Mas isso foi aos poucos sendo superado. Trata-se de uma forma de financiamento privado do acesso à justiça, desenvolvida naquele país como uma maneira de reduzir os gastos estatais com justiça gratuita.³³⁰

Diga-se, por fim, que embora se tenha sustentado que o percentual de 20% previsto pelo art. 246, § 2º da Lei das S/A não vincula o julgador quando da fixação dos honorários,³³¹ a alíquota é mandatória, pois determinada expressamente em lei. Assim, sendo imposta condenação, o juiz deverá, necessariamente, impor o pagamento de

³²⁸ Cf. “Is US law enforcement...”, p. 677 e 678.

³²⁹ Sobre os honorários exclusivamente de êxito (contingency fee), os autores afirmam que são “widely used by shareholder plaintiffs, which means that the downside risks associated with litigation are largely shifted to the lawyers”, enquanto que no Reino Unido, os honorários condicionais são “prohibited. ‘Conditional fee arrangements,’ which are permitted, are a poor substitute because the maximum ‘upside’ under such an agreement is a success fee amounting to 100% of hourly fees” (cf. John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins, and Richard Nolan “Private enforcement...”, p. 693).

³³⁰ Cf. *O moderno processo...*, n. 9.1, 9.19 e 9.24, p. 308, 309, 321 e 326.

³³¹ Cf. Nelson Eizirik, *A Lei das S/A...*, v. III, p. 370.

honorários de 20% sobre o montante da condenação, ainda que tenham sido julgados improcedentes outros pedidos cumulados. Em caso de condenação ilíquida ou genérica, o valor devido será quantificado quando da liquidação.³³² Essa é uma determinação que compõe a cadeia de incentivos estabelecida pelo legislador, e que deve ser seguida.

15.4. Prêmio

O pagamento de um prêmio a quem tomou a iniciativa de propor medida em defesa do patrimônio comum é um dos elos da cadeia de incentivos à adoção de medidas em defesa do interesse social. É o que faz o art. 246, § 2º da Lei das S/A, ao dispor que, se vencida, a sociedade controladora deverá pagar ao autor da demanda prêmio de 5% sobre a indenização, além dos já mencionados honorários advocatícios de 20%. Trata-se, na lição precisa de Cândido Rangel Dinamarco, de “peça de uma política legislativa voltada à proteção dos minoritários”.³³³ Essa previsão se aplica também à ação movida contra o acionista controlador, na medida em que, como visto no tem 12.1 acima, essa ação se sujeita ao regramento do art. 246 da Lei das S/A.

Apesar dessa disposição legal ser elogiável, sob o ponto de vista exposto acima, a lei mais uma vez pecou por não ter estabelecido um regramento unitário acerca do tema, como já se adiantou no item 12.

Faltou coerência sistemática em prever aquele prêmio apenas para a ação do art. 246, mas não para a ação do art. 159 e para a ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89. Se a correta e louvável intenção do legislador ao prever o pagamento de um prêmio de 5% da indenização ao acionista que se logrou vencedor na ação movida contra a sociedade controladora por abuso de controle é estimular e premiar a iniciativa, por que esse prêmio não existe também para a ação movida contra administradores?³³⁴ Por que não existe também na ação coletiva, ao menos nas ajuizadas por associações?³³⁵

³³² Cf. Cândido Rangel Dinamarco, “Sociedades anônimas e legitimidade...”, n. 405, p. 630.

³³³ Cf. “Sociedades anônimas e legitimidade...”, n. 413, p. 643.

³³⁴ Cf. Waldirio Bulgarelli, *Regime jurídico...*, p. 148.

³³⁵ Sobre a gratificação financeira do representante na ação coletiva, v. Antonio Gidi, *Rumo a um Código...*, n. 2.12, p. 144-150.

A previsão legal em análise é salutar, mas não há sentido em ser restrita apenas a essa demanda. Não há lógica em confinar-se o prêmio a essa hipótese. A verba deveria ser estendida para as demais ações em defesa da companhia, como a ação de responsabilidade de administrador (Lei das S/A, art. 159) e até mesmo para a ação civil pública prevista pela Lei 7.913/89.³³⁶

Não bastasse a lei prever um prêmio apenas para a ação movida contra a sociedade controladora, o Superior Tribunal de Justiça já desconsiderou o texto legal e estabeleceu que o prêmio de 5% e os honorários de 20% devem ser calculados não sobre a condenação, mas sim sobre o percentual de participação do acionista no capital social multiplicado pelo valor da condenação.³³⁷ A prevalecer essa interpretação – que vai de encontro ao texto da lei –, seria reduzido, sobremaneira, o incentivo dado ao acionista para a defesa do patrimônio social.³³⁸

Analisada criticamente a questão, é possível concluir que o custo com despesas processuais e honorários advocatícios não é o único fator a explicar o reduzido número de demandas envolvendo o mercado de capitais. O Ministério Público, as associações e os outros legitimados ao ajuizamento de ações coletivas (inclusive autarquias, como a CVM) não se sujeitam ao ônus de adiantar despesas processuais e também não são condenados ao pagamento de honorários advocatícios, mas mesmo assim é reduzido o número de ações coletivas ajuizadas por esses entes.³³⁹

O mesmo raciocínio pode ser aplicado aos honorários de sucumbência. Nos Estados Unidos, como se viu, os advogados recebem, em regra, de 20% a 30% da indenização obtida em ações coletivas. O que move os advogados norte-americanos a ajuizarem ações coletivas, inclusive assumindo os gastos, é a possibilidade de receberem, ao final do processo, um percentual da condenação. No Brasil, os advogados recebem de 10% a 20% da condenação, além de, na praxe, serem remunerados com os honorários contratuais. Esses percentuais não são tão distantes a ponto de se dizer que os dois sistemas são muito distintos e, conseqüentemente, que o percentual de remuneração estabelecido pelo sistema

³³⁶ Cf. Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, p. 172; e Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do Patrimonialismo...”, p. 24.

³³⁷ STJ, REsp 1.220.272-RJ, rel. Min. Luis Felipe Salomão, 4ª Turma, j. 14.12.10.

³³⁸ Cf. Gabriel Saad Kik Buschinelli e Rafael Helou Bresciani, “Aspectos processuais...”, p. 293; e Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do patrimonialismo...”, p. 17.

³³⁹ Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 35.

brasileiro é a única causa de desincentivo à propositura de ações envolvendo o mercado de capitais.

Outra conclusão é que, na realidade do mercado acionário brasileiro, ainda bastante concentrado e pouco pulverizado, deve ser vista com um grão de sal a afirmativa de que o custo com o litigar é muito superior ao benefício (ainda que indireto) a ser obtido em uma medida em defesa do patrimônio social.³⁴⁰

É preciso tomar cuidado com medidas de superação das barreiras econômicas para demandar. Uma forma de reduzir os custos com o processo é, por exemplo, eliminar a necessidade de que a parte esteja representada por advogado para que possa demandar. Mas essa medida pode ter um efeito adverso, especialmente frente a litigantes de baixo nível econômico e educacional, que, sem um advogado, provavelmente apresentarão suas demandas de modo pouco eficiente.³⁴¹

15.5. Financiamento por terceiros

Como acaba de ser visto, litigar importa em gastos e, por isso, questões relacionadas ao regime financeiro do processo podem dificultar o acesso à justiça.

Uma alternativa para superar tais dificuldades é atribuir o financiamento do processo a terceiros (fundos de investimento e companhias especializadas), como ocorreu inicialmente na Austrália e posteriormente em outros países, como Reino Unido, Canadá e África do Sul. Essa alternativa tem se tornado cada vez mais popular, inclusive em outros países.³⁴²

Alguns dos aspectos responsáveis pela popularização desse método de custeio do processo são (i) a necessidade de quem carece de recursos para demandar, (ii) a existência

³⁴⁰ Está correto Luis André Negrelli de Moura Azevedo quando afirma que “a pulverização acionária brasileira ainda não é tão acentuada a ponto de tornar os custos do ativismo proibitivos” (cf. “Ativismo dos investidores...”, p. 249).

³⁴¹ Cf. Mauro Cappelletti e Bryant Garth, *Acesso à justiça*, p. 29.

³⁴² Cf. Cento Teljanovski, “Third-party funding in Europe”. *Journal of Law, Economics & Policy*, v. 3, 2012, p. 405-449; Victoria Shannon, “Harmonizing third-party litigation funding regulation”. *Cardozo Law Review*, v. 36, 2015, p. 861-912; Maya Steinitz, “Whose claim is this anyway – third-party litigation funding”. *Minnesota Law Review*, v. 95, 2011, p. 1.268-1.338; Ronen Avraham, “Third-party litigation funding – a signaling model”. *DePaul Law Review*, v. 63, 2014, p. 233-264; e Rafael Francisco Alves e Lígia Veronese, “Arbitragem e empresas em crise: o acesso à Justiça e o cumprimento da convenção de arbitragem em vista da incapacidade financeira de uma das partes”. *Revista do Advogado*, n. 131, out. 2016, p. 178.

de companhias em crise que não poderiam litigar ou continuar litigando sem prejudicar a existência do próprio negócio e (iii) a busca, pelos fundos de investimento, de novas formas de obtenção de lucro.³⁴³

O financiamento do processo por terceiro é normalmente estabelecido em um contrato de financiamento ou *funding*, que prevê o dever de reembolso e a remuneração do investidor quando do recebimento do crédito pela parte financiada. Em caso de perda, o investidor pode nada receber, motivo pelo qual esse financiamento é via de regra precedido por uma criteriosa avaliação da probabilidade de êxito da parte que o pleiteia.³⁴⁴

Nos países em que é consolidado, o financiamento por terceiros é mais comumente adotado em arbitragens, conforme aponta a doutrina, pois arbitragens tendem a ser mais céleres do que processos judiciais – o que eleva as chances de um retorno mais rápido do investimento do financiador – e existe uma maior previsibilidade das decisões arbitrais.³⁴⁵

Ainda que de modo incipiente, no Brasil o financiamento de litígios por terceiros também começa a ser uma alternativa cada vez mais conhecida e adotada em arbitragens. Isso levou um importante centro de arbitragem e mediação a editar resolução em que recomenda a comunicação imediata pelas partes, se o caso, da existência de financiamento. Em tal comunicação, a parte financiada deverá indicar a qualificação completa do financiador, a fim de permitir uma checagem de conflitos pelos árbitros indicados e, se o caso, a revelação de fatos que possam gerar questionamentos quanto à imparcialidade ou independência de um ou mais componentes do tribunal arbitral.³⁴⁶

Ainda que a adoção dessa prática de custeio de demandas no Brasil esteja em fase embrionária e também seja, até o momento, mais comum em processos arbitrais, não há impedimento legal para que processos judiciais sejam financiados por terceiros. Essa prática, aliás, tende a ganhar corpo em momentos de crise econômica.

³⁴³ Cf. Napoleão Casado Filho. *Arbitragem comercial internacional e acesso à justiça: o novo paradigma do third party funding* (tese de doutorado). São Paulo: PUC-SP, 2014, p. 92.

³⁴⁴ Cf. Napoleão Casado Filho. *Arbitragem comercial...*, p. 133-134.

³⁴⁵ Cf. Fátima Cristina Bonassa Bucker, “Demandas financiadas: Third Party Funding”. *Revista do Advogado*, n. 131, out. 2016, p. 79.

³⁴⁶ Cf. Resolução Administrativa 18/2016, ref. recomendações a respeito da existência de financiamento de terceiro em arbitragens administradas pelo CAM-CCBC, editada pelo Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (<http://www.ccbc.org.br/Materia/2890/resolucao-administrativa-182016>; consultado em 20.12.16).

A prática também traz consigo preocupações, como as relativas à possibilidade de juízes ou árbitros serem influenciados pela avaliação prévia realizada pelo investidor potencial e à possibilidade do terceiro financiador exercer certa influência quanto aos rumos do processo, ainda que indiretamente, em razão do seu interesse no sucesso da parte financiada.

São questões que devem ser debatidas e devidamente reguladas. Mas a prática deve ser admitida, como uma ferramenta de superação das barreiras ao exercício do direito de acesso à justiça e da viabilização de um litígio que teria um custo proibitivo a pelo menos uma das partes, a ponto de dissuadi-la de pleitear o respeito de seus direitos.³⁴⁷ Além disso, é possível pensar em meios de mitigação daqueles mencionados efeitos negativos, estabelecendo-se, por exemplo, uma obrigação de não divulgação, pelo fundo financiador, do resultado de sua avaliação prévia quanto ao resultado provável do litígio.

No que diz respeito ao tema deste trabalho, o financiamento de processos por terceiros deve ser considerado. Possibilitar e regulamentar o financiamento dos litígios envolvendo mercado de capitais pode ser uma alternativa para superação de alguns dos obstáculos econômicos acima referidos.

Nesse sentido, um interessante mecanismo de custeio por terceiros já foi proposto por Lionel Zaclis. O referido autor sugeriu um sistema de financiamento da ação coletiva prevista pelo art. 7.913/89, por meio do qual o particular que detectasse a ocorrência de ato ilícito submeteria a questão à apreciação da CVM, à qual caberia emitir um parecer sobre o assunto. Se a opinião fosse favorável, ele estaria habilitado a pleitear o financiamento do processo junto ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos, de modo que, em caso de vitória no processo, o fundo seria ressarcido com preferência e, em caso de improcedência, o fundo não seria ressarcido.³⁴⁸

O Fundo de Defesa de Direitos Difusos foi regulamentado pela Lei 9.008/95, que estabelece, em seu art. 1º, § 1º, que o fundo tem por finalidade “a reparação dos danos causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico, paisagístico, por infração à ordem econômica e a outros interesses difusos e coletivos”.

³⁴⁷ Cf. Neil Andrews, *O moderno processo...*, n. 9.4, p. 310.

³⁴⁸ Cf. *Proteção coletiva...*, p. 172 e 173.

Inexiste na referida lei previsão expressa de utilização dos seus recursos para o custeio de processos, mas referido custeio pode ser enquadrado na previsão genérica contida no inciso I do art. 3º da aludida lei, que prevê que compete ao Conselho Federal Gestor do Fundo de Defesa de Direitos Difusos “I - zelar pela aplicação dos recursos na consecução dos objetivos previstos nas Leis nºs 7.347, de 1985, 7.853, de 1989, 7.913, de 1989, 8.078, de 1990, e 8.884, de 1994, no âmbito do disposto no § 1º do art. 1º desta Lei”. A possibilidade sugerida por Zaclis, portanto, é engenhosa e tem respaldo legal.

Ideal seria que, além da adoção da prática do financiamento de processos por terceiros no Brasil, o assunto fosse devidamente regulamentado. Como se trata de uma realidade recente no país, contudo, o mais provável é que isso ainda demore a acontecer; o que, contudo, não impede o custeio de processos por investidores desde já.³⁴⁹

16. Arbitragem

16.1. Arbitragem e mercado de capitais: as alegadas vantagens da arbitragem

É bastante forte na doutrina o entendimento de que a arbitragem é, se não o melhor, um método de solução de controvérsias societárias e de mercado de capitais com largas vantagens sobre o processo jurisdicional estatal.

Para justificar esse entendimento, invoca-se a relevância das sociedades empresárias em um sistema de mercado, bem como a necessidade de que os litígios societários sejam solucionados por meio célere, eficaz e especializado, características que estariam presentes na arbitragem e ausentes no Poder Judiciário.³⁵⁰ Outros autores apontam benefícios adicionais, como informalidade do procedimento, confidencialidade e redução

³⁴⁹ Cf. Rafael Zabaglia, “Financiamento de litígios comerciais pode ganhar força no Brasil”. *Capital Aberto Seletas*, ed. 42, ago.2016; disponível em <https://capitalaberto.com.br/category/edicoes/seletas/seletas-42/> (consultado em 21.12.16).

³⁵⁰ Cf. Luciano Benetti Timm, *Arbitragem nos contratos empresariais, internacionais e governamentais*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009, p. 57; Luiz Eduardo Martins Ferreira, “O Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa – a Câmara de Arbitragem do Mercado”. In: *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos* (org. Jairo Saddi). São Paulo: IOB, 2002, p. 400; e Daniel de Andrade Levy, “Aspectos polêmicos da arbitragem no mercado de capitais”. *Revista Brasileira de Arbitragem*, n. 27, jul./ago./set. 2010, p. 8 e 10 e “Estudo comparado da arbitragem no mercado de capitais”. *RDM*, n. 155/156, ago./dez. 2010, p. 275.

dos custos de transação.³⁵¹ Invoca-se a melhora da segurança jurídica,³⁵² a obtenção de decisões mais racionais³⁵³ e a maior fluidez e celeridade do processo arbitral.³⁵⁴ Alude-se à íntima relação entre arbitragem e governança corporativa, afirmando-se que os investidores estarão “mais confortáveis e seguros” se as divergências societárias forem resolvidas por mecanismos como a arbitragem.³⁵⁵

É com esse mesmo espírito que prestigiosa doutrina, em artigo escrito em 1989, lamentou a inadequação das regras processuais à Lei das S/A, assim como a morosidade e a ineficiência do Judiciário, e afirmou que esperava a promulgação de uma lei brasileira de arbitragem, para que as disputas acionárias fossem resolvidas com rapidez, objetividade e praticidade.³⁵⁶ Da mesma forma, Bernard Black “apoiou fortemente” a proposta de alteração da Lei das S/A para nela incluir a possibilidade de cláusula compromissória de arbitragem estatutária, que tornasse obrigatória a utilização desse mecanismo para solução de controvérsias societárias.³⁵⁷

Há até quem diga que a arbitragem é o meio mais adequado e eficiente de solução de controvérsias societárias, e que a circunstância de que o art. 109, § 3º da Lei das S/A prevê a cláusula compromissória estatutária significa que a sua adoção é a regra geral de

³⁵¹ Cf. Gu Weixia, “Securities arbitration...”, p. 305-308; Angélica Ramos de Frias, “Alcance subjetivo da cláusula compromissória na solução de conflitos societários e no âmbito do mercado de capitais”. In: *Mercado de capitais brasileiro – doutrina, cases & material* (coords. Mauro Rodrigues Penteado e Eduardo Secchi Munhoz). São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 57; e Luis Fernando Guerrero, *Convenção de arbitragem e processo arbitral*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 60.

³⁵² “O maior benefício é mesmo a melhora da segurança jurídica, garantindo decisões mais céleres e precisas para disputas sobre temas complexos” (cf. *Valor Econômico*, Caderno especial Arbitragem, 1.12.11, p. 3). Nessa direção, Uinie Caminha afirma que “a arbitragem pode contribuir bastante para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, trazendo-lhe mais segurança jurídica” (cf. “Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais”. *Arbitragem institucional – 12 anos da Lei 9.307/1996* (org. Haroldo Malheiros Verçosa). São Paulo: Malheiros. 2008, p. 111). Na mesma direção, Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais – regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, n. 6.5.5, p. 254.

³⁵³ Cf. Arnoldo Wald, “A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os direitos dos minoritários na nova Lei das S.A.”. In: *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas* (coord. Jorge Lobo). Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 238.

³⁵⁴ Cf. Luiz Fernando de Almeida Guilherme, “As novas formas de atuação do advogado no mundo globalizado empresarial – a arbitragem no mercado de capitais”. *Arbitragem institucional – 12 anos da Lei 9.307/1996* (org. Haroldo Malheiros Verçosa). São Paulo: Malheiros. 2008, p. 123. No mesmo sentido, Taissa Macafferri Licatti, “Novo Mercado: influência e aspectos relacionados à inserção da cláusula compromissória arbitral nos estatutos sociais”. *Arbitragem institucional – 12 anos da Lei 9.307/1996* (org. Haroldo Malheiros Verçosa). São Paulo: Malheiros. 2008, p. 264.

³⁵⁵ Cf. Pedro Batista Martins, *Arbitragem no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 115.

³⁵⁶ Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Direito das minorias...”, p. 111.

³⁵⁷ Cf. “Strengthening Brazil's securities markets”. *RDM*, n. 120, out./dez. 2000, p. 17.

resolução de tais controvérsias, e não a exceção.³⁵⁸ Entende-se, também, que a arbitragem é mais vantajosa do que o processo judicial para a solução de litígios surgidos no seio de relações continuativas (como é o caso das relações societárias), porque permite um comportamento mais cooperativo entre as partes.³⁵⁹

Por todos esses motivos, a arbitragem é diuturnamente relacionada à governança corporativa e à proteção dos interesses dos acionistas minoritários e dos investidores. O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC estabelece que os conflitos societários devem ser resolvidos mediante negociação entre as partes ou, se isso não for possível, por mediação e/ou arbitragem.³⁶⁰ A Cartilha de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, também estabelece que questões societárias devem ser preferencialmente resolvidas por arbitragem.³⁶¹

Há, também, razões históricas que justificam esse estado de coisas. O revogado art. 294 do Código Comercial de 1850 impunha a arbitragem como mecanismo obrigatório de solução de controvérsias societárias, ao estabelecer que “todas as questões sociais que se suscitarem entre sócios durante a existência da sociedade ou companhia, sua liquidação ou partilha, serão decididas em juízo arbitral”.³⁶² Posteriormente, a Lei 1.350, de 1886, fez com que a arbitragem deixasse de ser obrigatória (art. 1º). Mas aquela norma mostra que se entende, há tempos, que a arbitragem é tida como um mecanismo adequado de solução de controvérsias societárias.

³⁵⁸ “Verifica-se, portanto, que a inclusão de uma cláusula compromissória estatutária, não seria uma exceção à regra geral da jurisdição estatal, mas a regra do próprio sistema societário” (cf. Raquel Stein, *Arbitrabilidade no direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 115 e 116).

³⁵⁹ Cf. Nelson Eizirik, “Arbitrabilidade objetiva nas sociedades anônimas e instituições financeiras. In: *Direito societário – desafios atuais* (coords. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão). São Paulo: Quartier Latin, 2001, p. 32.

³⁶⁰ Cláusula 1.4 (<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>; consultado em 15.6.16).

³⁶¹ Cláusula III.6 (<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>; consultado em 25.12.16).

³⁶² Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, *Fundamentos da arbitragem do comércio internacional*. São Paulo: Saraiva, 1993, § 5º, p. 32.

16.2. A peculiaridade do sistema brasileiro: o art. 136-A da Lei das S/A e a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM)

A partir do final dos anos 1990 e começo dos anos 2000 desenvolveu-se um movimento de reflexão doutrinária e reforma legislativa com o intuito de aprimorar o mercado de capitais brasileiro, por meio da melhora do arcabouço legal societário e do estabelecimento de um regime mais adequado de proteção a investidores. Esse movimento deveu-se, entre outros fatores, à crise financeira de liquidez que atingiu o Brasil em 1999 e outras economias emergentes entre meados dos anos 1990 e começo dos anos 2000, além de ter sido uma resposta às reformas que haviam sido promovidas à Lei das S/A em 1997, para possibilitar a privatização de companhias de controle estatal.³⁶³

É nesse cenário que se inseriu a reforma da Lei das S/A promovida pelas Leis 10.303/01 e 10.411/02³⁶⁴, que, entre outras muitas alterações, acrescentaram o § 3º ao art. 109 da Lei das S/A, prevendo expressamente a possibilidade de cláusula compromissória de arbitragem estatutária.

É também nesse contexto que a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) decidiu, em 2000, (i) instituir segmentos diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), para, ao estabelecer práticas de governança corporativa mais rigorosas do que as previstas em lei, criar um ambiente de negociação que fomentasse o mercado de capitais;³⁶⁵ e (ii) tornar obrigatória a arbitragem para a solução de conflitos envolvendo acionistas, administradores e companhias dos dois segmentos com os mais elevados níveis de governança (Novo Mercado e Nível 2).³⁶⁶

³⁶³ Sobre os fatores históricos que levaram a tal movimento, v. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, “Legal protection...”, p. 152-155.

³⁶⁴ “A tramitação da Lei n. 10.303/2001 provocou intensas discussões (...). O objeto inicial da reforma era o de promover o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos minoritários, bem como de incorporação ao direito societário de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo o receituário de agências internacionais de fomento do mercado de capitais” (cf. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 2).

³⁶⁵ Sobre a criação do Novo Mercado, v. Angela Rita Franco Donaggio, Julya Sotto Mayor Wellisch e Tatiana Flores Serafim, “Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o Novo Mercado”. In: *Mercado de capitais brasileiro II* (coord. Mauro Rodrigues Penteadó). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 242-272. Conforme apontam essas autoras, o movimento rumo a melhores práticas de governança corporativa no mundo ocorreu após inúmeras crises e colapsos empresariais, em inúmeros países, a partir da década de 1990 (p. 258). Sobre a evolução dos segmentos especiais de governança corporativa, v. também http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-segmentos-especiais/ (consultado em 20.8.16).

³⁶⁶ Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 2.

Como alternativa a uma alegada inadequação da Justiça brasileira para resolver controvérsias societárias e advindas do mercado de valores mobiliários, em 2001 a Bovespa criou a Câmara de Arbitragem do Mercado e impôs a inserção de cláusula compromissória de arbitragem nos estatutos sociais das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado³⁶⁷ e Nível 2.³⁶⁸ Isso, sustentou-se à época, contribuiria para o aprimoramento do mercado acionário brasileiro.³⁶⁹

Essas medidas fundamentaram-se no já mencionado entendimento de que a inexistência de ferramentas adequadas de *enforcement* é um dos motivos de entrave ao progresso do mercado acionário de um país.³⁷⁰ Assim discursou a ex-Diretora da CVM, Maria Helena Santana, quando da criação do Novo Mercado, no sentido de que o Judiciário brasileiro é lento e não conta com varas especializadas em assuntos societários, o que gera insegurança para os investidores e, conseqüentemente, perda de valor das

³⁶⁷ “13.1 Arbitragem. A BOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Novo Mercado, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem” (<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>) (consultado em 9.11.14).

³⁶⁸ “13.1 Arbitragem. A BM&FBOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os demais acionistas da Companhia, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada com ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Nível 2 de Governança Corporativa, do Regulamento de Sanções, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem” (<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf>) (consultado em 9.11.14).

³⁶⁹ Cf. Unie Caminha, “Arbitragem como instrumento...”, p. 94, 95 e 106-108. Novamente, é o que afirma Maria Helena Santana: “Por tal razão, a Bolsa decidiu, entre os requisitos estabelecidos pelo Novo Mercado e pelo Nível 2, instituir o uso obrigatório de arbitragem para a solução de controvérsias relacionadas a questões societárias e de mercado de capitais envolvendo a companhia, seus acionistas (inclusive controladores), seus administradores, membros do conselho fiscal e a própria BOVESPA. (...) Em complemento às regras de listagem e aos poderes conferidos à BOVESPA, para garantir seu *enforcement*, avaliou-se que era necessária a criação de uma câmara de arbitragem, contando com um corpo de árbitros especializados nas questões que se pretendia ver julgadas nesse ambiente. A Câmara de Arbitragem do Mercado foi instituída pela BOVESPA em 2001 e conta com autonomia operacional e dotação de recursos assegurada” (cf. “O Novo Mercado...”, p. 14). Sobre o assunto, v. também Haroldo Malheiros Verçosa, “A arbitragem e o mercado de capitais”. *RDM*, n. 146, abr./jun. 2007, p. 160.

³⁷⁰ “Com o propósito de prover condições para o desenvolvimento do mercado, foi aprovada no Brasil, em 2001, a reforma na Lei das Sociedades Anônimas, ainda que aspectos cruciais das propostas iniciais tenham sido descartados durante o trâmite legislativo, em razão a pressão de grupos de interesse. As propostas iniciais objetivaram o fortalecimento de mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, de acordo com modelos correntes de boas práticas de governança corporativa” (cf. Érica Gorga “A cultura brasileira...”, p. 310).

companhias de capital aberto.³⁷¹ A criação de cortes arbitrais especializadas faria com que os conflitos societários fossem julgados mais adequadamente.³⁷²

Essa medida tomada pelo regulador privado partiu do pressuposto de que a arbitragem é um excelente, se não o melhor, método de solução de conflitos societários e de mercado de capitais. É o que se infere, também, do sítio eletrônico da CAM, de onde se lê que “A Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) é o foro mais adequado para resolver disputas societárias e do mercado de capitais”.³⁷³

Com isso, o regulador privado sinalizou que a adoção da arbitragem está diretamente relacionada com padrões elevados de governança corporativa e, conseqüentemente, proteção dos investidores. Companhias cujos estatutos contivessem cláusula compromissória de arbitragem seriam, sob esse aspecto, mais aptas a receber investimentos.

Analisando-se esse fato à luz do debate mencionado no item 8, a respeito dos modelos de *enforcement* (público e privado), é fácil concluir que a escolha de criar a CAM e impor a arbitragem aos emissores integrantes dos segmentos de governança corporativa mais elevados foi uma opção de fortalecimento do *enforcement* privado. Pretendeu-se criar melhores condições para que os particulares pudessem, por sua própria iniciativa, exigir o cumprimento de seus direitos.

Apesar das opiniões doutrinárias e da postura da Bovespa pró-arbitragem, a CAM demorou para cair no gosto das companhias. Apenas em 2010 é que o órgão recebeu seus primeiros quatro processos, o que motivou um movimento de reforma do seu regulamento em 2011. Uma das medidas propostas foi reduzir o sigilo dos processos, mediante a publicação compulsória (isto é, independentemente de autorização das partes) das ementas das sentenças arbitrais. Propôs-se, também, alterações procedimentais, visando a reduzir a burocracia, flexibilizar o procedimento e acelerar o andamento do processo.³⁷⁴

³⁷¹ Cf. “O Novo Mercado. The World Bank Group”, 2008, p. 14, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf> (acessado em 8.11.14).

³⁷² Cf. Calixto Salomão Filho, “Direito societário e Novo Mercado”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 59.

³⁷³ <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/camara-de-arbitragem-do-mercado/camara-de-arbitragem-do-mercado.aspx?idioma=pt-br> (consultado em 8.11.14).

³⁷⁴ É sintomática dessa intenção de simplificação procedimental a circunstância de que o regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado tinha dezesseis capítulos e passou a ter nove após a reforma.

Boa parte da reforma estava relacionada a questões genéricas, que se aplicariam a qualquer tipo de arbitragem, independentemente de seu objeto. Por exemplo, o regulamento antigo previa que medidas de urgência deveriam ser solicitadas ao Poder Judiciário, mesmo após a constituição do tribunal arbitral, ao passo em que o regulamento reformado atribuiu a jurisdição para a concessão de tais medidas aos árbitros, desde que haja previsão de recurso ao árbitro de emergência na convenção arbitral. Ou, ainda, o fato de que após a reforma o regulamento passou a não mais prever a necessidade de revisão da sentença arbitral pelo presidente da câmara.³⁷⁵

No que diz respeito a questões que podem ser mais diretamente relacionadas ao direito societário, as modificações mais relevantes foram (i) a previsão de intervenção de terceiros (arts. 6.1 e seguintes), (ii) a consolidação de processos conexos (arts. 6.2 e seguintes) e (iii) a previsão de divulgação de informações em cumprimento de previsão legal ou regulatória (divulgação de fato relevante, por exemplo).

Desde então, há um número significativo de companhias cujos estatutos sociais contêm cláusulas compromissórias de arbitragem, para cumprir imposição dos regulamentos dos segmentos de listagem do Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais,³⁷⁶ e um número igualmente relevante de companhias que as incluíram em seus estatutos sociais voluntariamente, conforme aponta um interessante levantamento empírico realizado por Mariana Pargendler, Viviane Muller Prado e Alberto Barbosa Jr.³⁷⁷

Além disso, até há pouco tempo, vigorava grande incerteza doutrinária a respeito da vinculação dos acionistas à cláusula compromissória estatutária, prevista pelo § 3º do art. 109 da Lei das S/A (“O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”), embora na jurisprudência houvesse número bastante reduzido, quase inexpressivo, de precedentes

³⁷⁵ Para uma análise mais aprofundada da reforma, cf. Ana Carolina Weber, “O novo Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 36, jan./mar. 2013; e Máira de Melo Vieira, Giovana Benetti, Lígia Veronese e Ana Teresa Boscolo, “Arbitragem nos conflitos societários, no mercado de capitais e a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BM&FBovespa”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, 40, p. 193-231.

³⁷⁶ Em 3.12.14 havia 171 companhias que aderiram à Câmara de Arbitragem do Mercado, em razão de estarem listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais (<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294E7A78BA014E92EC9C3E32CF>; consultado em 7.8.16).

³⁷⁷ Cf. Mariana Pargendler, Viviane Muller Prado e Alberto Barbosa Jr., “Cláusulas arbitrais no mercado de capitais brasileiro: alguns dados empíricos”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, n. 40, 2014, p. 107-111.

sobre o assunto, o que mostra que não raro temas abordados pela doutrina têm pouca relevância prática.

Existiam infundáveis correntes a respeito da interpretação desse dispositivo. Para citar algumas delas, havia posicionamentos no sentido de que a deliberação de inclusão da cláusula compromissória estatutária (i) vinculava todos os acionistas, independentemente de sua postura frente à deliberação; (ii) apenas não vinculava os acionistas dissidentes; (iii) não vinculava os dissidentes e os abstenentes; (iv) não vinculava os acionistas ingressantes, a menos que concordassem expressamente com a cláusula; (v) só poderia ser tomada por unanimidade, e assim por diante.³⁷⁸

A Lei 13.129/15 procurou encerrar esse debate, ao acrescentar o art. 136-A à Lei das S/A, o qual impõe a vinculação de todos os acionistas à cláusula compromissória e, em contrapartida, assegura ao dissidente o direito de recesso. Só não haverá tal direito de recesso, diz a regra, se a opção pela arbitragem tiver sido condição para que a companhia ingressasse em segmento especial de listagem de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado, ou se as ações da companhia forem dotadas de liquidez e dispersão, nos termos do art. 137, I, “a” e “b” da Lei das S/A.

Com essa modificação legislativa, consolidou-se ainda mais a escolha da arbitragem como meio de solução de controvérsias societárias envolvendo companhias abertas.³⁷⁹

³⁷⁸ Para uma análise dessas correntes, cf. Rodrigo Tellechea, *Arbitragem nas sociedades anônimas – direitos individuais e princípio majoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 373 e seguintes.

³⁷⁹ Em julgamento realizado em 14.12.16, o Tribunal Regional Federal da 4ª Região negou provimento a recurso de acionista da Petrobras que pretendia reparação decorrente da perda de valor das ações da estatal. De acordo com a decisão, os acionistas estão comprometidos pelo estatuto da companhia a resolverem as controvérsias por meio da arbitragem:

“DIREITO CONSTITUCIONAL. DIREITO ADMINISTRATIVO. DIREITO PROCESSUAL CIVIL. SOCIEDADE ANÔNIMA. ESTATUTO DA PETROBRÁS. CLÁUSULA COMPROMISSÁRIA ESTATUTÁRIA.

Nos termos do artigo 58 do Estatuto da PETROBRÁS, disputas ou controvérsias que envolvam a Companhia, seus acionistas, os administradores, tendo por objeto a aplicação das disposições contidas na Lei nº 6.404/76 devem ser resolvidas por meio de arbitragem;

Se no estatuto da empresa há previsão da solução de conflitos pela arbitragem, ou seja, se há cláusula compromissória, não poderá o sócio abster-se de aderir-lá, uma vez que, o acesso às regras expostas no estatuto, é público, sob pena de inviabilizar a condução das relações internas da sociedade anônima. O investidor não é obrigado a fazer parte da companhia. Se optar pelo ingresso, presume-se que avaliou e acatou voluntariamente as disposições estatutárias. Até porque, o registro do estatuto social na junta comercial, ou sua inscrição na bolsa de valores ou no mercado de balcão, ratifica a presunção de pleno conhecimento pelos acionistas. A exigência de aceitação expressa não encontra respaldo nem na Lei das Sociedades Anônimas, nem na Lei da Arbitragem;

16.3. Barreiras de entrada

Apesar de louvável em muitos aspectos, a arbitragem apresenta alguns entraves como mecanismo de solução de controvérsias societárias e, sobretudo, relacionadas ao mercado de capitais.

A razão por trás da criação dos segmentos especiais de listagem é justamente impor aos emissores níveis mais elevados de governança corporativa ou, dizendo de outro modo, atribuir aos minoritários *direitos especiais*.³⁸⁰ Mas, sob determinadas óticas, a arbitragem está longe de ser um direito especial, assumindo muito mais as vestes de um obstáculo. Os seus principais entraves são o custo e o regime de confidencialidade a que em regra se sujeita.

16.4. Custo

Comparada com a jurisdição estatal, a arbitragem é mais custosa,³⁸¹ em razão dos gastos com as remunerações do órgão que administra o processo (no caso de arbitragem institucional) e, sobretudo, dos árbitros, embora se argumente que, colocados na balança todos os custos de transação que um processo judicial acarreta – demora, incerteza, insegurança –, este pode acabar sendo mais custoso.³⁸²

Não há falar em ofensa ao princípio constitucional da inafastabilidade do controle judicial. O princípio contido no artigo 5º, inciso XXXV, da CRFB deve ser entendido como regra de coibição de abuso de direito, de ato arbitrário ou ilegal e somente nestes casos deve ser acionado” (TRF4, AC. 5009846-10.2015.4.04.7201/SC, rel. Des. Fed. Cândido Alfredo Silva Leal Junior, j. 14.12.16).

³⁸⁰ Cf. Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais...*, n. 6.5.5, p. 252.

³⁸¹ Cf. Rodrigo Tellechea, *Arbitragem nas sociedades...*, p. 346.

³⁸² Gu Weixia, “Securities arbitration...”, p. 308; Nessa direção, Bruno Salama afirma que: “Se comparada à prestação jurisdicional estatal, a arbitragem pode reduzir os custos de transação da prestação jurisdicional. Em primeiro lugar, em razão da *agilidade* com que é concluída. O procedimento arbitral não está sujeito à rigidez dos processos judiciais, não se submete ao regime dos infundáveis recursos a instâncias superiores, e os árbitros, não raro, contam com a infraestrutura necessária para que suas decisões sejam tomadas com grande rapidez. (...) Em segundo lugar, a possibilidade de melhora na qualidade das decisões, decorrente da *especialização* dos árbitros, também pode representar economia para as partes. (...) Em terceiro lugar, a diminuição de custos de transação também pode refletir a expectativa de um maior grau de imparcialidade do árbitro. (...) Finalmente, em quarto lugar, a diminuição de custos de transação pode ser reflexo do sigilo com que os procedimentos arbitrais são conduzidos” (cf. “Análise econômica da arbitragem”. In: *Direito e economia no Brasil* (coord. Luciano Benetti Timm). São Paulo: Atlas, 2012, p. 383-384). Mas a arbitragem também apresenta seus custos de transação, como, por exemplo, empecilhos decorrentes do seu caráter

Há alternativas para reduzir tais custos. Os litigantes podem optar por submeter o julgamento a tribunal arbitral monocrático (árbitro único)³⁸³ e, assim, reduzir os gastos com honorários de árbitro, que representam a principal despesa do processo arbitral. Podem também optar por uma câmara de arbitragem mais barata do que a média ou mesmo por realizar uma arbitragem *ad hoc*, isto é, sem atribuir a sua administração a um órgão arbitral.

A primeira possibilidade é uma alternativa econômica interessante, apesar de, na prática, ser mais comum o tribunal formado por três árbitros. Isso se dá porque a qualidade das decisões arbitrais decorre em boa medida do julgamento colegiado, que tende a ser melhor do que o julgamento monocrático.

As outras duas alternativas, por sua vez, são pouco efetivas, na medida em que os gastos com o órgão arbitral são baixos, se comparados aos honorários de árbitro. A administração do processo arbitral por um ente especializado e com experiência, ademais, é fundamental para o bom desenvolvimento do processo. É por isso que também se afasta, em princípio, a arbitragem *ad hoc* como uma possibilidade viável.

O fato é que a arbitragem, mesmo que utilizadas todas as técnicas de redução de despesas mencionadas acima, é custosa, ao menos numa análise que coteje os gastos diretos e imediatos. E isso é um desincentivo à sua utilização, especialmente no contexto de litígios societários envolvendo companhias abertas, que podem ter dezenas ou centenas de milhares de pequenos investidores, cujo investimento não raro é muito inferior ao que, na média, se gasta apenas com os honorários de árbitros já no início do processo.³⁸⁴ Dificilmente um investidor pessoa física, que tenha sido prejudicado por deliberação de acionistas ou ato de administração, iniciará uma demanda arbitral sozinho (item 15).

Sob essa perspectiva, ao invés de facilitar o *enforcement* das regras societárias e do mercado de capitais brasileiro, a arbitragem o dificulta, e representa um desincentivo ao exercício de direitos. É preciso pensar em mecanismos que reduzam o seu custo e, assim, facilitar o acesso à justiça nesse âmbito. É fundamental que os custos de arbitragem tendo

contratual, como maior exposição a condutas de má-fé e chicanas processuais, dificuldades de intervenção de terceiros, confidencialidade, demora na formação do tribunal arbitral etc.

³⁸³ Cf. Rodrigo Tellechea, *Arbitragem nas sociedades...*, p. 347.

³⁸⁴ Por esse motivo é que já afirmamos que “também recomendável é que, sob o aspecto dos custos envolvidos, a arbitragem seja acessível a todos os sócios.” (cf. Guilherme Cardoso Sanchez e Guilherme Setoguti J. Pereira, “Sócios minoritários e a arbitragem societária”. *Valor Econômico*, 26.4.12).

por objeto litígios societários de companhias abertas sejam acessíveis ao investidor-médio.³⁸⁵

Enquanto a arbitragem mantiver o mesmo regime financeiro que apresenta hoje, e enquanto ela for o principal mecanismo de solução de controvérsias societárias envolvendo companhias abertas no Brasil, não haverá no país um regime efetivo de *enforcement* da legislação societária e do mercado de capitais.

16.5. Confidencialidade

Nossa legislação submete o árbitro ao dever de discrição quanto aos atos do processo arbitral (Lei de Arbitragem, art. 13, § 6º). A lei não contém qualquer palavra a respeito de um dever de confidencialidade dos sujeitos da relação processual,³⁸⁶ o que autoriza dizer que inexistente relação de necessariedade entre arbitragem e confidencialidade.³⁸⁷⁻³⁸⁸

A confidencialidade, apesar disso, é frequentemente apontada como uma das grandes vantagens da arbitragem frente à jurisdição estatal, não só pela doutrina,³⁸⁹ mas também pelos seus usuários, como mostra pesquisa de opinião realizada pelo Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAr) e pelo Instituto Ipsos em 2012, na qual a quinta vantagem da arbitragem mais lembrada pelos entrevistados foi a confidencialidade.³⁹⁰

³⁸⁵ Cf. Gu Weixia, “Securities arbitration...”, p. 309.

³⁸⁶ Cf. Francisco José Cahali, *Curso de arbitragem*, 3ª ed. São Paulo: RT, p. 240.

³⁸⁷ Embora haja quem diga que “pelo menos no Brasil, o dever de sigilo existe e é inerente ao procedimento arbitral” (cf. José Emilio Nunes Pinto, “A confidencialidade na arbitragem”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, n. 6, jul./set. 2005, p. 36).

³⁸⁸ E isso ocorre também em outros países (cf. Edward Dolido, “Confidentiality during and after arbitration”. In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net, 2010, p. 399; e Gabriele Crespi Reghizzi e Matteo Dragoni, “Class actions and arbitration in the European Union – Italy”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor. Philippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 133).

³⁸⁹ Cf. Margaret L. Moses, *The principles and practice of international commercial arbitration*. 2ª ed. Cambridge: Cambridge University Press, p. 4; e Gary B. Born, *International arbitration: law and practice*. Netherlands: Kluwer, 2012, p. 15. Fazendo referência ao art. 109, § 3º da LSA, que prevê a arbitragem como mecanismo de solução de controvérsias societárias, Arnoldo Wald afirmou que a arbitragem traz, frente ao Judiciário, vantagens na solução de tais conflitos. E uma dessas vantagens consistiria no fato de que o processo judicial enseja “uma publicidade que pode ser nociva para a empresa” (cf. “A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os direitos dos minoritários na Nova Lei das S/A”. In: *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas* (coord. Jorge Lobo). Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 238).

³⁹⁰ Em 2012 o Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAr) e o Instituto de Pesquisa Ipsos realizaram uma ampla pesquisa de opinião com profissionais que atuam com arbitragem (árbitros, advogados, membros de

Reforça essa constatação o fato de que, via de regra, não só as convenções arbitrais, como também os regulamentos dos órgãos arbitrais, preveem que o processo deve se desenvolver sob sigilo.³⁹¹

O art. 9.1 do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, por exemplo, estabelece que “O procedimento arbitral é sigiloso, devendo as partes, árbitros e membros da Câmara de Arbitragem abster-se de divulgar informações sobre seu conteúdo, exceto em cumprimento a normas dos órgãos reguladores, ou previsão legal”.³⁹² O Regimento Interno da CAM, por sua vez, dispõe que (i) os processos arbitrais sob sua administração “deverão correr em sigilo” (art. 6.1), (ii) é incumbência do Secretário Geral zelar pelo cumprimento do sigilo na tramitação do processo arbitral (art. 3.3, (d)), (iii) é atribuição do Presidente da CAM e do tribunal arbitral fiscalizar o cumprimento do sigilo (art. 6.1) e (iv) os documentos integrantes da arbitragem não serão de acesso público, permanecendo privados.³⁹³

A CVM já se manifestou sobre a questão em algumas ocasiões.

Uma delas foi no processo administrativo RJ 2008/0713, iniciado por reclamação de Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, que, na qualidade de acionista de companhias abertas listadas no Novo Mercado, alegou que a garantia de sigilo nos processos arbitrais administrados pela CAM viola o direito essencial dos acionistas de fiscalização dos negócios sociais, previsto no art. 109, III da Lei das S/A. O reclamante pleiteou fossem determinadas à BM&FBovespa (i) a supressão, tanto no Regulamento da CAM como no

departamentos jurídicos e de câmaras arbitrais). Um dos objetos da pesquisa foi verificar quais eram, na perspectiva dos entrevistados, as principais vantagens da arbitragem. (cf. *Separata – Arbitragem no Brasil – Pesquisa CBA-Ipsos*, São Paulo, IOB, 2012, p. 12). Tratando do “fator confidencialidade”, como uma das vantagens da arbitragem, v. John H. Henn, “Where should you litigate your business dispute? In an arbitration or through the courts?”. In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net. 2010, pp. 325/326.

³⁹¹ É o que também afirmam Christina Beyrodt Cardoso, Leonardo de C. Coelho e Thiago Rodvalho: “Embora a lei de arbitragem brasileira não preveja a obrigatoriedade de o procedimento ser sigiloso, em regra a arbitragem é sigilosa. A maioria das instituições arbitrais preveem a confidencialidade, além do fato de muitas cláusulas arbitrais também preverem a confidencialidade da arbitragem” (cf. “Poderes, deveres e jurisdição de um tribunal arbitral”, In: *Arbitragem comercial. Princípios, instituições e procedimentos. A prática no CAM-CCBC* (coords. Maristela Basso e Fabrício Polido). São Paulo: Marcial Pons. 2013, p. 233).

³⁹²

<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294E6F7F51014E734202294677> (consultado em 7.8.16).

³⁹³

<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294E6F7F51014E7342026E46C8> (consultado em 7.8.16).

seu Regimento Interno, da previsão de sigilo, e (ii) a disponibilização de meios para obtenção de informações sobre arbitragens em curso e já extintas, com a ressalva de que, em casos excepcionais, o sigilo dos processos pudesse ser, a pedido das partes, deferido pela CVM.

A reclamação foi rejeitada pela área técnica da autarquia (Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores – SOI), o que levou à interposição de recurso ao colegiado. Em reunião realizada no dia 9.2.2010, o colegiado negou provimento ao recurso, acompanhando voto do relator Diretor Otavio Yazbek, que manifestou o entendimento de que o direito à informação do acionista, previsto no art. 109, III da Lei das S/A, não é absoluto, pois esse dispositivo assegura um direito de fiscalização “na forma prevista nesta lei”. A Lei das S/A, assim, somente concede ao acionista o acesso a algumas informações e desde que preenchidos certos requisitos, de modo que não é amplo e irrestrito o seu direito de obter informações sobre a sociedade. Ignorar os limites desse direito, sustentou a autarquia, leva a uma indesejada fetichização do princípio do *full disclosure*. Entendeu-se que não existe um direito à informação em abstrato e que as informações a respeito de arbitragens envolvendo companhias abertas devem, se o caso, ser divulgadas como fatos relevantes.³⁹⁴

Em outro processo administrativo (RJ 2012/13700), o colegiado da autarquia acompanhou voto da relatora Diretora Ana Novaes e indeferiu o recurso interposto pelo investidor Torque Fundo de Investimento Multimercado contra a decisão da área técnica (Superintendência de Relações com Empresas – SEP) que havia rejeitado seu requerimento para que a CVM “determine aos envolvidos no procedimento arbitral que seja franqueado acesso ao Reclamante (e a terceiros igualmente legitimados) ao conteúdo e ao andamento do mesmo”.

O requerimento narrou que Morzan Empreendimentos e Participações Ltda. iniciou uma arbitragem contra subsidiária da Companhia Brasileira de Distribuição, tendo por objeto questões decorrentes de contrato de compra de ações celebrado entre as partes para aquisição de 70, 2421% do capital social total e votante da Globex Utilidades S.A. O pleito fundamentou-se no argumento de que, como participante da oferta pública para aquisição de ações por alienação de controle da Globex Utilidades S.A., o requerente teria interesse direto na arbitragem em curso, o que faria com que o sigilo desse processo fosse ilegal, por

³⁹⁴ http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100209_R2.html (consultado em 7.8.16).

contrariar o disposto nos arts. 109, III e 254-A da Lei das S/A, bem como o previsto na alínea “i”, item II, do Anexo I e na alínea “d”, item I, do Anexo II da Instrução CVM Nº 361/02. As informações referentes ao preço de alienação de controle, argumentou o requerente, não poderiam ser discutidas em sigilo, pois haveria interesse que transcende a esfera jurídica das partes da arbitragem, além do dever de publicidade quanto à formação do preço de alienação. O requerente, em suma, disse ter interesse na mencionada arbitragem, na medida em que nela poderia ser proferida sentença favorável ao antigo controlador da Globex Utilidades S.A., da qual poderia decorrer seu interesse em *tag along*.³⁹⁵

Em seu voto, a Diretora Ana Novaes entendeu que a Lei das S/A não outorgou poderes à CVM para dar acesso a um terceiro interessado em arbitragem sigilosa entre as partes, de modo que atender ao requerimento implicaria violação ao princípio da legalidade. O voto, além disso, seguiu o entendimento manifestado no processo administrativo CVM RJ 2008/0713, já referido, no sentido de que fatos relacionados a arbitragens devem, se o caso, ser divulgados como fatos relevantes.

16.5.1. Os problemas da confidencialidade

Os problemas da confidencialidade nos processos envolvendo litígios societários e de mercado de capitais desdobram-se em dois aspectos: (i) assimetria de informações e (ii) formação do direito.

16.5.1.1. Assimetria de informações

A confidencialidade dificulta que o mercado e até mesmo os sócios da companhia envolvida no litígio tenham informação a esse respeito. E essa falta de conhecimento pode prejudicar a tomada de decisões, de modo informado e eficiente, sobre comprar, vender ou manter títulos da companhia.³⁹⁶

³⁹⁵ http://www.cvm.gov.br/decisooes/2013/20130618_R1.html (consultado em 7.8.16).

³⁹⁶ Nos Estados Unidos, a vasta maioria de litígios entre investidores e corretores de valores é resolvida por meio de arbitragem mandatória administrada pela National Association of Securities Dealers (NASD) e pela New York Stock Exchange (NYSE). Em razão disso, se afirmou que é difícil saber o que vem acontecendo

É igualmente essencial saber de decisões anteriores, impostas em processos já encerrados, especialmente as que reconheceram a prática de ato ilícito e impuseram sanção à sociedade, seus administradores ou acionista controlador.³⁹⁷ Esses dados são relevantes para que os agentes de mercado tenham condições de tomar uma decisão negocial informada.

A ciência a respeito de ilícitos societários e do modo como são reprimidos é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais. Essa informação não apenas reduz a assimetria informacional que existe no mercado, fazendo com que os agentes precifiquem os valores mobiliários adequadamente e tomem decisões mais eficientes e racionais, como também permite o monitoramento público dos envolvidos no litígio e também dos seus julgadores.³⁹⁸

Um dos pilares do mercado de capitais,³⁹⁹ o regime de *full disclosure* é vulnerado pela confidencialidade da arbitragem envolvendo litígios societários.⁴⁰⁰ O sigilo aumenta a assimetria de informações entre os agentes de mercado e até mesmo entre sócios de uma mesma companhia, e, conseqüentemente, diminui a eficiência do mercado de capitais.

Da mesma forma que a qualidade de bens negociados em um mercado diminui quando há assimetria informacional, a “qualidade” geral de companhias também reduz em um cenário em que existe falta de informação sobre ilícitos e más práticas. O sigilo de informações relativas a ilícitos pode gerar uma seleção adversa, fazendo com que as companhias que adotam boas práticas percam vantagens competitivas em relação às que

nessas *trincheiras* (cf. “Wall Street meets the wild west: bringing law and order to securities arbitration”. *North Carolina Law Review*, v. 84, 2005-2006, p. 126, 131 e 132).

³⁹⁷ Cf. John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, “Agency problems...”, p. 47; e Algreto Sérgio Lazzareschi Neto, “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. *RDM*, n. 153/154, jan./jul. 2010, p. 100.

³⁹⁸ Cf. Érica Gorga, “Is US law...”, p. 668.

³⁹⁹ Cf. Marcelo Trindade, “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”. In: *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos* (org. Jairo Saddi). São Paulo: IOB, 2002, p. 309; André Grünspun Pitta, *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 67; e André Antunes Soares de Camargo, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 38, out./dez. 2007, p. 106-112.

⁴⁰⁰ Cf. Mariana Pargendler, Viviane Muller Prado e Alberto Barbosa Jr., “Cláusulas arbitrais...”, p. 107; Ana Tereza Basilio e Thiago Lins. “A relativização da confidencialidade na arbitragem: companhias abertas”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 49, abr./jun., 2016, p. 168; Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, “Sigilo nas arbitragens...”, p. 102; Fernando Antonio Maia da Cunha e Walfrido Jorge Warde Júnior, “A arbitragem e os limites à atuação do Judiciário nos litígios societários”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 756 e 757; e Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema...”, p. 91 e 92).

não empregam tais práticas, pois, diante da falta de informação, os agentes tendem a penalizar genericamente todas elas, sancionando indevidamente as primeiras.⁴⁰¹

Verdade que para as companhias abertas existe, como já visto, a possibilidade de que o litígio submetido à arbitragem seja considerado *fato relevante*, se puder influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia ou na tomada de decisão sobre exercer direitos associados a tais valores mobiliários. Se a arbitragem se enquadrar em alguma dessas categorias, deve ser divulgada ao mercado na forma do disposto no art. 157, § 4º da Lei das S/A e da Instrução CVM 358. Mas esse regime de publicidade é insuficiente.⁴⁰²

Primeiro porque não é qualquer arbitragem que pode ser considerada fato relevante, na medida em que o art. 2º da Instrução CVM 358 o qualifica como o acontecimento que possa influir “de modo ponderável” na cotação do valor mobiliário ou na decisão do investidor de tomar qualquer atitude em relação ao valor mobiliário. O dever de informar parte de um juízo que deve ser feito no caso concreto, em busca da capacidade que a informação possa ter de influenciar a decisão do investidor sobre valores mobiliários emitidos pela companhia, o que mostra haver certo subjetivismo na interpretação do que é fato relevante.

Em segundo lugar, as regras que impõem a divulgação do fato relevante não determinam o conteúdo da divulgação. Isso faz com que, na prática, as divulgações sejam superficiais e pouco detalhadas, apenas dando notícia sobre a instauração do litígio e sobre alguns acontecimentos do seu desenrolar, mas sem detalhes sobre o seu conteúdo e sem a disponibilização de documentos.

Em terceiro lugar, a Lei das S/A excepciona o dever de informar ao dispor, no § 5º do art. 157, que os administradores podem deixar de divulgar a informação “se

⁴⁰¹ Fazendo uma analogia e uma aproximação simplificadas, é o que defendeu George Akerlof no famoso artigo “Market for lemons”: costs of dishonesty. Consider a market in which goods are sold honestly or dishonestly; quality may be represented, or it may be misrepresented. The purchaser's problem, of course, is to identify quality. The presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tends to drive the market out of existence –as in the case of our automobile ‘lemons’.” (cf. “The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism”. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, ago. 1970, p. 495).

⁴⁰² Cf. Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, “Sigilo nas arbitragens...”, p. 102.

entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia”,⁴⁰³ o que representa mais uma válvula de escape à prestação de informações.

Há quem defenda que, em litígios envolvendo mercado de capitais, o fornecimento de informações a respeito da arbitragem – e consequente quebra da confidencialidade – deve ocorrer parcialmente, fornecendo-se tais informações apenas ao “grupo de investidores que tem interesse nelas”.⁴⁰⁴ Mas essa alternativa também não resolve o problema em sua inteireza, porque, em se tratando de arbitragem envolvendo tema societário ou de mercado de capitais, o interesse na informação a seu respeito é de todos os acionistas da companhia e, em última análise, até mesmo de todo o mercado. Exigir que se comprove interesse em determinada informação seria impor mais um obstáculo a ser superado, mais uma camada a ser transposta, rumo à informação.

Outra forma de abordar a questão é por meio do direito de fiscalização, previsto pelo art. 109, III da Lei das S/A, que estabelece ser um direito essencial de sócio “fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais”.⁴⁰⁵ Mas esse direito encontra alguns limites e não pode ser exercido de forma a prejudicar a administração. Além disso, aquela norma estipula expressamente que o exercício desse direito deve ser exercido “na forma prevista nesta Lei”, de modo que, como não existe disposição legal assegurando ao acionista expressamente acesso a informações relativas a processos judiciais, arbitrais ou administrativos, parte da doutrina afirma que essa norma não asseguraria tal acesso.⁴⁰⁶

É verdade que a dificuldade de acesso a informação acontece também fora da arbitragem, em processos judiciais, em razão da decretação de segredo de justiça. Apesar da determinação constitucional (CF, art. 5º, LX) e legal (CPC, arts. 11 e 189) de que os processos devem tramitar publicamente, exceto nas hipóteses previstas em lei, é comum a decretação de segredo de justiça não fundamentada.⁴⁰⁷ A documentação do processo sob a

⁴⁰³ Cf. Alex Hatanaka, “Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto”. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 3, maio 2016, p. 121 e 122.

⁴⁰⁴ Cf. Rômulo Greff Mariani, *Arbitragens coletivas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2015, n. 3.3.6, p. 155.

⁴⁰⁵ Cf. Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, “Sigilo nas arbitragens...”, p. 100.

⁴⁰⁶ Cf. Alex Hatanaka, “Limites da confidencialidade...”, p. 123 e 124.

⁴⁰⁷ Nesse sentido, Érica Gorga comparou processos que tramitaram nos Estados Unidos e no Brasil, tendo por objeto as mesmas controvérsias (casos Aracruz e Sadia), e concluiu que, enquanto teve fácil acesso, pela internet, a todas as peças e decisões das ações coletivas que tramitaram naquele país, enfrentou grandes dificuldades para ter acesso aos processos que tramitaram no Brasil, seja por conta de os autos dos processos serem físicos, seja por estes tramitarem sob segredo de justiça (cf. “Is US law...”, p. 668-674). Essa

forma eletrônica melhora o acesso à informação, mas não resolve a questão da confidencialidade, que é frequentemente decretada por decisões não fundamentadas. Litígios envolvendo companhias abertas interessam a um número indefinido de pessoas e, por isso, pelas mesmas razões que se criticou acima a confidencialidade na arbitragem, também se deve entender que a decretação de segredo de justiça deve ser revestida de grande excepcionalidade.

A confidencialidade das arbitragens envolvendo matérias societárias e de mercado de capitais, em suma, gera inúmeros problemas, que devem ser superados. Adiante serão propostas algumas alternativas mitigadoras para tais problemas, tais como a atenuação da confidencialidade (item 16.6.1) e a facilitação da intervenção de terceiros (item 16.6.3) no processo arbitral.

16.5.1.2. Formação do direito

Outro aspecto negativo de se impor confidencialidade aos litígios societários envolvendo companhias abertas é que a aplicação do direito que ocorre nesse âmbito não é conhecida pelo público ou o é de maneira superficial, sem detalhamento a respeito da norma jurídica concreta imposta.⁴⁰⁸

O fato é grave, pois prejudica a formação de uma *jurisprudência societária e do mercado de capitais*,⁴⁰⁹ e faz com que a CVM seja o principal intérprete do direito societário e do mercado de capitais no Brasil.

Como exposto no item 16.5.1.2, após ser reformado em 2011, o Regulamento de Arbitragem da CAM passou a prever, em seu art. 7.10, a publicação de um ementário das sentenças arbitrais proferidas em arbitragens administradas por aquele centro, com a

dificuldade acesso à informação dificulta inclusive estudos que procuram estabelecer um panorama e diagnóstico sobre a aplicação do direito societário e do mercado de capitais por nossos órgãos dotados de poder jurisdicional, como apontam Bruno Salama e Viviane Muller Prado (“Legal protection...”, p. 179).

⁴⁰⁸ O que levou a duras críticas de Érica Gorga (cf. “Nada a esconder”. *Capital Aberto*. São Paulo: Antítese, ago. 2013, p. 42). Na mesma direção, Mayara Gasparoto Tonin e Mayara Roth Isfer, “Apontamentos sobre...”, p. 285.

⁴⁰⁹ W. Mark C. Weidemaier defende que essa afirmativa deve, na realidade, ser vista com um grão de sal (“Judging-Lite: How Arbitrators Use and Create Precedent”, p. 9 e 32 e seguintes; consultado em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1982144, em 10.12.16).

supressão dos dados que pudessem levar à identificação da arbitragem e das partes envolvidas.⁴¹⁰ Mas até hoje não houve a publicação de tal ementário.

Os jurisdicionados não sabem, nesse cenário, como as normas abstratas são concretizadas. Não conseguem por isso, pautar suas condutas de acordo com o *direito fora dos livros*. É com esse espírito que Roberta Romano afirma que as normas legais são um “bem público”, de modo que todas as companhias e agentes de mercado se beneficiam de uma decisão que clarifique uma determinada regra legal. Os benefícios de tal clarificação consistem no desestímulo a condutas futuras contrárias a tais regras e na identificação de como se comportar.⁴¹¹

As publicações de ementas das sentenças arbitrais poderiam contribuir para melhorar esse quadro, mas, como se viu, até hoje não foram implantadas pelos centros de arbitragem brasileiros. E ainda que tivessem sido, seriam insuficientes, porque, a experiência em outros países mostra que, a pretexto de preservar a confidencialidade, elas omitem informações essenciais para o correto entendimento das questões jurídicas nelas tratadas.

16.6. Instrumentalidade da arbitragem

O processo tem por finalidade aplicar o direito material e solucionar a controvérsia que o justifica. Em razão dessa relação de instrumentalidade, deve fornecer meios *adequados* às diferentes situações de direito material que o justificam.

É o que se colhe na obra de Cândido Rangel Dinamarco, segundo a qual “às variadas espécies de situações regidas pelo direito material corresponde simétrica variedade de meios processuais adequados a dar-lhes solução efetiva em caso da insatisfação”.⁴¹² A mesma ideia encontra-se na doutrina de Flávio Luiz Yarshell, para quem, em razão do caráter instrumental do processo, “é natural que, sem qualquer risco de retrocesso ao sincretismo (...), o processo muitas vezes considere as peculiaridades da

⁴¹⁰ “7.10 Periodicamente, a Câmara de Arbitragem produzirá a publicação de Ementário das Sentenças Arbitrais proferidas, agrupadas por temas tratados, as quais poderão ser levadas em conta pelos árbitros, como simples referencial, a fim de orientar suas decisões. A publicação das sentenças suprimirá qualquer elemento que possibilite a identificação do procedimento”.

⁴¹¹ Cf. Roberta Romano, “The shareholder suit...”, p. 85.

⁴¹² Cf. *Instituições de direito...*, v. I, p. 151.

relação material controvertida”.⁴¹³ Igualmente nessa direção, Luiz Guilherme Marinoni afirma que “para a prestação da tutela jurisdicional é imprescindível a consideração das *necessidades do direito material*”.⁴¹⁴

Essa conexão entre o direito material e o meio de solução de disputas aplica-se também à arbitragem. Sendo mecanismo *jurisdicional* de solução de controvérsias, ela justifica-se e legitima-se em função de seus escopos, e, por isso, ostenta caráter de instrumentalidade com o direito material e com a controvérsia que busca resolver.

A arbitragem é atividade jurisdicional – e não equivalente jurisdicional, como afirmava Carnelutti⁴¹⁵ –, na medida em que, por meio dela, atingem-se todos os escopos da jurisdição.⁴¹⁶ No direito brasileiro podem ser invocados, ainda, argumentos de direito positivo em favor do que ora se afirma: a sentença arbitral equipara-se à sentença judicial (Lei de Arbitragem, art. 31), prescinde de homologação judicial (Lei 9.307/96, art. 18) e constitui título executivo judicial (CPC, art. 475-N, IV), e o árbitro é chamado pela lei de juiz de fato e de direito (Lei de Arbitragem, art. 18).⁴¹⁷ Apesar da sua gênese contratual, não deve ser negado o caráter jurisdicional da arbitragem.⁴¹⁸

É necessário, por isso, estudar a relação que existe entre esse método de solução de controvérsias e o direito material,⁴¹⁹ para que se saiba de que forma a arbitragem pode ser moldada pelas peculiaridades da controvérsia. Munido desse espírito, Carlos Alberto de Salles propôs-se a empregar a instrumentalidade da jurisdição sob uma perspectiva diversa

⁴¹³ Cf. *Curso de direito...*, v. 1, p. 39.

⁴¹⁴ Cf. *Teoria geral do processo*, 4ª ed. São Paulo: RT, 2010, p. 114. É o que também já afirmamos (cf. *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 330).

⁴¹⁵ Cf. *Istituciones del proceso civil* (trad. de Santiago Sentís Melendo), v. I. Buenos Aires: El Foro, s.d., p. 115.

⁴¹⁶ Cf. Dinamarco, *A arbitragem na teoria...*, n. 9, p. 39; Eduardo de Albuquerque Parente, *Processo arbitral e sistema*. São Paulo: Atlas, 2012, pp. 89/90; Edoardo Flavio Ricci, *Lei de Arbitragem Brasileira*. São Paulo: RT, 2004, p. 193-194; e Flávio Luiz Yarshell, *Curso de direito...*, v. 1, p. 87.

⁴¹⁷ Cf. Carlos Alberto Carmona, *Arbitragem e processo*, 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 26-27; e José Carlos de Magalhães e Luiz Olavo Baptista. *Arbitragem comercial*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1986, p. 20 e 21.

⁴¹⁸ Estas considerações foram feitas anteriormente em outro estudo deste autor (cf. *Comentários ao Código...*, p. 144).

⁴¹⁹ Existe “uma relação intersistêmica entre o processo arbitral e o direito material, influenciando-se mutuamente” (cf. Eduardo de Albuquerque Parente, *Processo arbitral...*, p. 61). Na mesma direção Christina Beyrodt Cardoso, Leonardo de C. Coelho e Thiago Rodovalho, “Poderes, deveres e jurisdição de um tribunal arbitral”. In: *Arbitragem comercial. Princípios, instituições e procedimentos. A prática no CAM-CCBC* (coords. Maristela Basso e Fabrício Polido). São Paulo: Marcial Pons, 2013, p. 235.

da que usualmente colhe-se na doutrina, a fim de que as regras do processo e da arbitragem conformem-se de acordo com as características do direito material.

Disse Salles que, ao romper com a interpretação formalista das normas processuais e preconizar que a aplicação das normas do direito processual civil deve levar em consideração as finalidades a que se destina (os escopos da jurisdição), a instrumentalidade do processo é o mais importante movimento de renovação da ciência processual civil das últimas décadas.⁴²⁰ É no contexto desse movimento que as preocupações dos estudiosos do direito processual voltaram-se para a ideia de efetividade, isto é, que se intensificaram as preocupações com a idoneidade de o processo oferecer respostas adequadas, tomando-se por base as finalidades a que se destina. A instrumentalidade tem, por essa ótica, um sentido eminentemente teleológico, o que o leva a empregar a expressão *instrumentalidade finalista*.⁴²¹

A tese daquele jurista defende ser o momento de avançar nas premissas da teoria instrumentalista, especificamente para “descer ao próprio direito material ou, mais exatamente, às situações controvertidas, (...) ante a necessidade de apreender as características, premissas e problemas que são próprios a essa área, com o objeto de construir uma resposta processual adequada às questões a ela peculiares”. Isso é a *instrumentalidade metodológica*.⁴²²

Com essa proposta de abordagem do direito, Salles procurou afastar o que nomeia de caráter transsubstancial do processo, segundo o qual as normas processuais atenderiam indistintamente a inúmeras e diversas situações controvertidas.⁴²³ É possível, defendeu,

⁴²⁰ Cf. *Arbitragem em contratos administrativos*. Rio de Janeiro: Gen Forense, 2011, p. 13 e 14.

⁴²¹ Ibidem, p. 15. Paulo Henrique dos Santos Lucon e João Paulo Hecker da Silva aludem à “transversalidade de temas comuns para o direito processual e o direito material”, para fazer referência ao direito processual societário (cf. “Apontamentos sobre relações entre algumas demandas societárias sob a égide do novo Código de Processo Civil”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 629).

⁴²² Idem. E, de fato, como apontado por Cintra-Grinover-Dinamarco, a terceira fase da evolução histórica do direito processual, chamada de fase instrumentalista, “está longe de exaurir seu potencial reformista” (cf. *Teoria geral...*, p. 52).

⁴²³ Ibidem..., p. 20: “A transsubstancialidade do processo, ainda mais em um sistema de direito codificado, corresponde à premissa, no mais das vezes implícita, de as normas e arranjos processuais serem aplicáveis a qualquer tipo de relação de direito material, indistintamente dos diversos campos fáticos e jurídicos em que possa estar inserido. O processo, enquanto forma, estaria imune às vicissitudes dos conteúdos substanciais por ele veiculados. O processo, sob essa perspectiva, apresentaria certa neutralidade em relação ao direito material e às situações a ele peculiares. (...) Vale dizer, a transsubstancialidade refere-se ao pressuposto de que uma determinada regulamentação processual deve tender à generalidade, servindo a todas ou a um grande número de situações de direito material”.

aprofundar a afirmação de que o processo deve orientar-se instrumentalmente, em relação a determinados valores e, especificamente, quanto ao direito material. E foi com esse espírito que afirmou que “a perda da capacidade do processo para responder a uma grande diversidade de situações, independentemente da matéria a que digam respeito, acaba por enfraquecer a qualidade da resposta processual”.⁴²⁴

O referido autor alerta que a sua proposta de uma instrumentalidade metodológica não se coloca no plano legislativo, como se a superação da transubstancialidade do processo se desse mediante a edição de normas processuais especiais. A sua recomendação situa-se em um plano epistemológico, a fim de que o estudo do processo a partir de ramos específicos do direito material permita “uma interpretação, aplicação e adequação mais abalizadas das normas processuais”.⁴²⁵

Da mesma forma que os estudiosos do direito processual civil, também os que se dedicam à arbitragem precisam aprofundar os estudos sobre esse tema, para que se conclua de que forma e dentro de quais limites as especiais características da situação controvertida devem influenciar as regra processuais e arbitrais.

Que essa relação de instrumentalidade que existe para o processo civil estatal existe também para a arbitragem não temos dúvida. A questão que resta é saber de que forma ela operacionaliza-se. E nos parece que, considerando o objeto desta tese, isso se dá por meio de um regime que contemple (i) confidencialidade atenuada, (ii) facilitação de intervenção de terceiros e (iii) regras diversas na formação do tribunal arbitral.

16.6.1. Confidencialidade atenuada

Apesar de não haver uma relação de necessidade entre arbitragem e confidencialidade, os processos arbitrais são em regra sigilosos (item 16.5), o que, no contexto de conflitos societários e de mercado de capitais envolvendo companhias abertas, é fonte de inúmeros problemas.

Com o intuito de contornar essas adversidades, o direito italiano prevê que a demanda arbitral proposta pela sociedade empresária ou contra ela seja arquivada no

⁴²⁴ Idem.

⁴²⁵ Ibidem, p. 23.

registro do comércio (art. 35, *comma* 1º do Decreto Legislativo 5/03). O acesso a tais dados é público e, assim, a legislação italiana afastou desse modo o problema da falta de conhecimento sobre processos arbitrais societários.⁴²⁶

A regra deriva do entendimento de que os litígios societários envolvem, em regra, um número elevado de sujeitos juridicamente interessados – principalmente sócios, mas, em determinadas situações, também outros *stakeholders*, como empregados, credores, contratantes etc. –, o que torna a confidencialidade imprópria para esses litígios. Em razão de suas peculiaridades, o sigilo é inadequado.⁴²⁷

Seguindo uma lógica semelhante, o art. 2º, § 3º da Lei de Arbitragem brasileira – acrescido pela Lei 13.129/15 – dispõe que a arbitragem envolvendo a administração pública “respeitará o princípio da publicidade”. Com isso, o legislador reconheceu que, por conta de singularidades do direito material, essas arbitragens não podem ser sigilosas.

Mas antes mesmo da promulgação dessa lei já havia manifestações doutrinárias defendendo a relativização da confidencialidade em arbitragens tendo como parte o poder público. Nesse sentido, Carlos Alberto de Salles defendeu a inadequação da confidencialidade nessa sede, em razão do imperativo de publicidade dos atos administrativos. De acordo com esse autor, esses processos deveriam se submeter a um regime de ampla publicidade, no que se inclui a divulgação e a possibilidade de acesso às decisões e a todos os documentos produzidos no curso da relação processual, ainda que tal publicidade seja postergada para o final do procedimento.⁴²⁸

⁴²⁶ “1. La domanda di arbitrato proposta dalla società o in suo confronto è depositata presso il registro delle imprese ed è accessibile ai soci”. Levando em consideração a redação desse dispositivo legal, Francesco P. Luiso afirma que esse dever existe apenas quando a demanda envolver a sociedade. Se ela envolver apenas os sócios, assim, não haverá tal dever (cf. “Appunti sull’arbitrato societario”. *Rivista di Diritto Processuale*, v. 58. Padova: Cedam, jul./set. 2003, p. 717).

⁴²⁷ A legislação italiana, note-se, não excepciona o sigilo em qualquer hipótese de contenda societária. Nos litígios societários bilaterais ou contratuais – como, por exemplo, os relativos a um acordo de sócios –, não se aplica a norma em comento, na medida em que a sociedade não integra algum dos polos da demanda.

⁴²⁸ Cf. *Arbitragem em contratos...*, p. 283 e 284: “Evidentemente, a mesma lógica não pode imperar no âmbito da Administração Pública. Afinal, a publicidade dos atos da Administração Pública é um dos princípios centrais da atividade administrativa contemporânea. Ela é propulsora da *transparência* dos atos da administração e fator indispensável para se garantir a *responsividade* dos agentes públicos. (...) é fundamental à convenção arbitral administrativa (...) garantir a ampla publicidade da sentença arbitral e dos documentos produzidos durante o procedimento arbitral. Nesse sentido, acredita-se ser essencial a divulgação do resultado da arbitragem e daqueles elementos de prova e argumentação que lhe serviram de base”. Na mesma direção, Christina Beyrodt Cardoso, Leonardo de C. Coelho e Thiago Rodovalho, “Poderes, deveres...”, p. 233

Acolhendo posição intermediária, Carlos Alberto Carmona disse – também anteriormente à Lei 13.129/15 – que não pode haver “sigilo absoluto” em arbitragem da qual participe o Estado, em razão dos princípios da transparência e publicidade dos atos administrativos. Quando necessário, deveria ser dada ciência aos interessados a respeito dos atos essenciais do processo, preservando-se o sigilo dos debates e dos documentos que instruíram o processo.⁴²⁹

Também antes da Lei 13.129/15, a Agência Nacional de Energia Elétrica editou a Resolução Homologatória 531/2007, impondo a adesão compulsória dos agentes do setor elétrico a uma convenção arbitral para solução de conflitos surgidos entre os associados da Câmara de Comercialização de Energia Elétrica – CCEE ou entre tais associados e a CCEE, que elegeu a Câmara FGV de Conciliação e Arbitragem como instituição administradora do processo. A Cláusula 19 do anexo à mencionada resolução estabelece que a Câmara FGV de Conciliação e Arbitragem deve divulgar o extrato da sentença arbitral a todos os associados da Câmara de Comercialização de Energia Elétrica.

Esses são exemplos de como as singularidades da controvérsia moldam as regras da arbitragem: o sigilo é afastado, parcial ou totalmente, por conta de exigências vindas do direito material.

Ao mesmo entendimento se deve chegar quanto aos litígios societários. Por conta do regime informacional a que se submetem as companhias abertas e da natureza dos interesses titularizados pelos seus sócios, também os litígios societários não comportam um regime de confidencialidade, ou, quando menos, exigem um regime de confidencialidade atenuada, especialmente nas sociedades de capital aberto.

E mais. Se a arbitragem é um processo, sujeita-se aos postulados da teoria geral do processo e, conseqüentemente, às garantias constitucionais do processo. Por isso, por conta do direito de ação e dos postulados do contraditório e da ampla defesa, ao menos em arbitragens que envolvem litisconsórcio unitário – como muitas das que se referem a controvérsias de direito societário –, não pode haver confidencialidade, pois isso

⁴²⁹ Cf. *Arbitragem e processo*, p. 52.

equivaleria a impedir o conhecimento e a intervenção de quem será afetado diretamente pela decisão a ser proferida, o que referidas garantias constitucionais não admitem.⁴³⁰

16.6.2. Comunhão de interesses e litisconsórcio unitário

A mesma relação de instrumentalidade e moldabilidade que existe entre, de um lado, as regras do processo estatal, e, de outro, as características do direito material e da relação controvertida, existe também para a arbitragem.

Uma maneira pela qual essa relação de moldabilidade pode ocorrer se dá no *plano legislativo*: o legislador sensibiliza-se com uma carência do plano material e edita uma regra particular para reger o processo arbitral. Exemplos disso são as regras de que nos contratos de adesão a cláusula compromissória deve ser pactuada em instrumento apartado ou no próprio instrumento contratual, desde que escrita por negrito e com assinatura ou visto especial (Lei de Arbitragem, art. 4º, § 2º), e de que as arbitragens envolvendo o poder público devem respeitar o princípio da publicidade (Lei de Arbitragem, art. 2º, § 3º).

Uma segunda maneira de operacionalizar essa flexibilização é entender que, a despeito da ausência de regra específica positivada, é possível extrair uma norma particularizada a partir da interpretação do direito vigente. Exemplo disso é o entendimento de parte da doutrina no sentido de que, mesmo antes da Lei 13.129/15 – que acrescentou o § 3º ao art. 2º da Lei de Arbitragem –, as arbitragens envolvendo o Poder Público deveriam se desenvolver sob um regime de confidencialidade atenuada.

Essa mesma visão pode ser aplicada aos litígios societários, de modo que também nesse âmbito afaste-se o sigilo,⁴³¹ independentemente de alteração legislativa ou dos regulamentos dos centros de arbitragem. O ideal seria que o legislador editasse regra similar à prevista no art. 2º, § 3º da Lei de Arbitragem, estabelecendo que, em litígios societários envolvendo companhias abertas, não pode haver confidencialidade. Mas até que

⁴³⁰ De acordo com Daniel de Andrade Levy, “É clara a tendência atual em relativizar o dever de confidencialidade não apenas em prol da transparência do Mercado, mas também em vista do impacto cada vez maior que as arbitragens têm em um interesse que transcende a relação processual. Dessa forma, na ponderação entre o *full disclosure* e o sigilo arbitral, deve prevalecer o primeiro até o limite constituído pela prova de que determinada informação, especificamente, não pode ser divulgada, com base nos prejuízos que ela causaria para as partes, somada à sua inutilidade para o suposto destinatário” (cf. “Aspectos polêmicos...”, p. 36).

⁴³¹ Cf. Alex Hatanaka, “Limites da confidencialidade...”, p. 140.

isso ocorra parece-nos perfeitamente possível defender o afastamento dessa confidencialidade. Para tanto, devem ser distinguidas duas situações.

A primeira ocorre quando a controvérsia configura litisconsórcio unitário entre a sociedade e os seus acionistas. Nessa situação, a sentença arbitral produzirá efeitos substanciais na esfera jurídica dos acionistas, que, por isso, têm interesse jurídico em tomar conhecimento do litígio e até mesmo dele participar. Cabe à companhia cientificar os seus acionistas a respeito do processo arbitral.

A segunda situação ocorre quando a controvérsia *não* ostenta essa mesma característica de unitariedade. Nesses casos, cabe à administração, em atenção ao dever de informar que lhe impõem o art. 157, § 4º da Lei das S/A e a Instrução CVM 358 se a arbitragem e os atos praticados em seu curso configuram fato relevante. Se a resposta for positiva, esses fatos devem ser revelados ao mercado.⁴³²

Na primeira situação, quando há litisconsórcio unitário, a administração da companhia deve, por determinação do tribunal arbitral ou mesmo do órgão que administra o processo, cientificar os acionistas, para que tenham conhecimento da arbitragem e, se o caso, intervenham no processo. Há várias formas de efetivar tal comunicação, como a publicação de edital ou até mesmo o registro da informação no órgão de registro empresarial, como determina o art. 35, 1 do Decreto Legislativo italiano 5, de 17.1.03. Mas a melhor alternativa parece ser a publicação de fato relevante ou de comunicado aos acionistas.⁴³³ Além disso, devem ser disponibilizados ao público os documentos da arbitragem. Não basta a mera publicação de informação de que existe um litígio em curso. É preciso fornecer os documentos do processo ao público.

16.6.3. Facilitação da intervenção de terceiros

Outro problema da arbitragem tendo por objeto conflitos societários de companhias abertas é a dificuldade com a intervenção de terceiros, que, em litígios marcados pela unitariedade (item 16.6.2), é uma ferramenta essencial de legitimação da decisão, por

⁴³² Cf. Alex Hatakana, “Limites da confidencialidade...”, p. 138, 145 e 146.

⁴³³ Idem, p. 140 e 145.

possibilitar que os interessados manifestem-se e participem do processo em que será imposta uma decisão que também lhes dirá respeito.⁴³⁴

Essas dificuldades decorrem, antes de tudo, da confidencialidade: se o terceiro não tem acesso aos detalhes do litígio e, em alguns casos, não sabe nem mesmo de sua existência, não pode tomar uma decisão informada sobre intervir na arbitragem. O terceiro está, nessa sede, sujeito a uma dificuldade adicional, que é a de saber da existência do processo arbitral e, principalmente, do seu objeto litigioso.

A isso soma-se a circunstância de que determinados regulamentos de órgãos arbitrais permitem a intervenção apenas até a formação do tribunal arbitral, e logo se conclui que nessa sede os obstáculos à intervenção de terceiros são maiores do que os existentes no processo estatal.

Assim como o processo estatal, a arbitragem foi talhada com base em litígios individuais, que envolvem duas partes e têm objeto singular (uma relação jurídica). A maior parte dos institutos referentes à arbitragem foi construída com base nessa perspectiva.⁴³⁵

Criados nessa realidade, contudo, esses institutos são muitas vezes insuficientes para resolver litígios subjetiva e objetivamente complexos, cada vez mais comuns. A estrutura bilateral tradicional da arbitragem tem dificuldades para acomodar relações jurídicas sofisticadas e que envolvem inúmeras partes.⁴³⁶

⁴³⁴ Sobre intervenção de terceiros na arbitragem, v. Guilherme Recena Costa, *Partes e terceiros na arbitragem* (tese de doutorado). São Paulo: USP, 2015; Nathalia Mazonetto, *Partes e terceiros na arbitragem* (tese de doutorado). São Paulo: USP, 2011; Paula Costa e Silva e Marco Gradi, “A intervenção de terceiros no procedimento arbitral no direito português e no direito italiano”. *Revista Brasileira de Arbitragem*, n. 28, jul./out. 2013; Humberto Theodoro Jr., “Arbitragem e terceiros – litisconsórcio fora do pacto arbitral – outras intervenções de terceiros”. *Revista da Pós Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 4, p. 49-77; João Lebre de Freitas; “Intervenção de terceiros em processo arbitral”. *Revista de Processo*, n. 209, jul. 2012, p. 433-449; e Giuseppe Tarzia, “L’intervento del terzo nell’arbitrato”. In: *Estudos em homenagem à Professora Ada Pellegrini Grinover* (orgs. Flávio Luiz Yarshell e Maurício Zanoide de Moraes). São Paulo: DPJ, 2005, p. 590-600.

⁴³⁵ Nesse sentido, escreveu Carlos Alberto Carmona que “A utilização cada vez mais frequente da arbitragem acaba provocando a necessidade de solucionar problemas que o legislador mal intuía no início dos anos 1990, quando o anteprojeto da Lei 9.307/96 foi redigido. A intervenção de terceiros na arbitragem é um destes problemas, e apresenta múltiplas facetas” (cf. *Arbitragem e processo*, p. 203).

⁴³⁶ Cf. Stavros Brekoulakis, *Third parties in international commercial arbitration*, Oxford: Oxford Press, 2010, p. 3: “oftentimes the traditional role and bilateral nature of arbitration cannot accommodate modern international transactions that have become significantly sophisticated and require the participation of several parties for the delivery or large-scale projects”.

Para situações em que o processo arbitral foge desse esquema tradicional, usa-se a expressão *arbitragem complexa*, que designa disputas que envolvem mais de duas partes ou negócios jurídicos e assuntos múltiplos,⁴³⁷ ou, conforme feliz definição dos professores portugueses Jorge Morais Carvalho e Mariana França Gouveia, processos em que há “pluralidades objectivas e subjectivas”.⁴³⁸ E é justamente nesse cenário que se insere a intervenção de terceiros.

Nos processos arbitrais, às dificuldades existentes com a intervenção de terceiros no processo civil estatal, somam-se outros obstáculos, derivados (i) do fundamento contratual da arbitragem, (ii) do carácter provisório do tribunal arbitral diante de uma intervenção de terceiros e (iii) da necessidade de se assegurar isonomia e igualdade de tratamento de todos os sujeitos parciais da arbitragem na formação do tribunal arbitral.⁴³⁹

Por isso, em situações como as dos litígios de mercado de capitais, em que a conformação das relações jurídicas materiais indica ser provável que um litígio individual tenha reflexos coletivos, devem ser abrandadas as exigências para que terceiros intervenham e integrem a relação processual. Isso depende, contudo, de reforma da lei e/ou dos regulamentos dos centros de arbitragem.

16.3.4. Formação do tribunal arbitral

As peculiaridades da controvérsia também podem influenciar as regras de formação do tribunal arbitral.

A arbitragem é regida pela autonomia das vontades e, em razão disso, é das partes a prerrogativa de escolha do tribunal arbitral,⁴⁴⁰ nisso incluídas as definições do número de árbitros e da sua nomeação. É compreensível que assim seja, pois, ao contrário do que ocorre com o processo estatal, a arbitragem estimula o chamado *forum shopping*, na medida em que um tribunal arbitral composto por pessoas com experiência e outras

⁴³⁷ Cf. Bernard Hanotiau, *Complex arbitrations – multiparty, multicontract, multi-issue and class actions*. Netherlands: Kluwer, 2005, p. 1 e 2.

⁴³⁸ Cf. “Arbitragens complexas: questões materiais e processuais”. *Revista Internacional de Arbitragem e Conciliação*, 2011, p. 112.

⁴³⁹ Cf. Jorge Morais Carvalho e Mariana França Gouveia “Arbitragens complexas...”, p. 112.

⁴⁴⁰ Cf. Yves Derains e Aurore Descombes, “Class actions and arbitration in the European Union – France”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor. Philippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 40.

habilidades voltadas especificamente para uma dada controvérsia é justamente um dos grandes motivos para que esse instrumento seja mais célere, especializado e eficiente.⁴⁴¹ É por isso que na já referida pesquisa de opinião conduzida pelo Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAr) e pelo Instituto de Pesquisa Ipsos, a quarta vantagem mais referida pelos entrevistados foi “a possibilidade de indicar ou participar da escolha de um árbitro”.⁴⁴²

A lei brasileira determina que o tribunal seja formado por número ímpar de julgadores e que, quando forem nomeados em número par, caberá a eles nomear mais um árbitro (Lei de Arbitragem, art. 13, §§ 1º, 2º e 4º).⁴⁴³ Na prática, os tribunais arbitrais são, via de regra, formados por três julgadores, pois em julgamentos colegiados o risco de erro tende a se reduzir.⁴⁴⁴ Cabe a cada uma das partes (ou a cada polo de partes), assim, indicar um árbitro, para que, então, os dois árbitros nomeiem o presidente.

Nos litígios que envolvem mais de duas partes (arbitragens multiparte), surgem problemas na formação do tribunal arbitral, na medida em que a regra de que a cada parte cabe indicar um árbitro só funciona corretamente para arbitragens envolvendo dois polos de interesses ou naquelas em que, embora haja mais de dois polos, existe um alinhamento. Essa regra geral não tem aplicação quando há vários polos de interesses, como pode ocorrer em um litígio envolvendo vários sócios de uma companhia e a própria companhia, que, numa dada controvérsia, podem apresentar interesses contrapostos.

Também com esse espírito é que deve ser lida a afirmação de Edoardo F. Ricci de que a nomeação dos árbitros a cargo das partes é solução típica das assim chamadas *cláusulas compromissórias binárias*, que, embora adequadas para controvérsias entre duas

⁴⁴¹ Cf. Francis O. Spalding, “Selecting the arbitrator: what counsel can do”. In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net. 2010, p. 159. É o que, de modo semelhante, afirma Daniel de Andrade Levy, “Aspectos polêmicos...”, p. 36.

⁴⁴² Mencionada por 34% dos entrevistados (cf. *Separata – Arbitragem no Brasil – Pesquisa CBAr-Ipsos*, São Paulo, IOB, 2012, p. 12).

⁴⁴³ “O número de árbitros deve ser sempre ímpar de forma a evitar empates, caso em que, sendo escolhido um número par, estes poderão nomear mais um, que com eles comporá o colegiado. A presidência do colegiado do árbitros será daquele escolhido pelos demais, não havendo acordo, será do mais idoso dos árbitros, conforme disposto no art. 13, § 4º, da Lei de Arbitragem” (cf. Caroline Costa, Sílvia Cristina Salatino e Thiago Alves Ferreira dos Santos, “A instalação e organização de um tribunal arbitral”, In: *Arbitragem comercial. Princípios, instituições e procedimentos. A prática no CAM-CCBC* (coords. Maristela Basso e Fabrício Polido). São Paulo: Marcial Pons. 2013, p. 168).

⁴⁴⁴ Cf. Larry Engel, “Commercial arbitration: winning over the skeptics”. In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net. 2010, p. 18.

partes, são inconvenientes se inseridas em um contrato plurilateral,⁴⁴⁵ justamente o caso do contrato de sociedade, como exposto na página clássica de Ascarelli.⁴⁴⁶

Mais uma vez, vem do direito italiano um exemplo de como o legislador, identificando essa peculiaridade do direito material, positiva uma regra jurídica particular. Para afastar as dificuldades com a formação do tribunal arbitral nas arbitragens multipartes,⁴⁴⁷ o direito peninsular optou por estabelecer, no art. 32, *comma* 2º do Decreto Legislativo 5/03, que as cláusulas compromissórias de arbitragem contidas em estatutos e contratos sociais devem conferir, em qualquer situação, o poder de escolher os árbitros a sujeito estranho aos litigantes.⁴⁴⁸ Essa regra também diz que, se tal pessoa não escolher os árbitros, a função passará a ser do presidente do tribunal do local em que se encontra a sede da sociedade.⁴⁴⁹

Por meio dessa solução, subtrai-se dos litigantes, de antemão, o direito à eleição dos árbitros, ainda que não haja dissenso entre eles, com base na premissa de que a pluralidade subjetiva é frequente em litígios societários.⁴⁵⁰

Para arbitragens multiparte, portanto, a melhor solução é conferir tempo para que os litigantes cheguem a um consenso ou, se houver dois polos de interesses, que cada um eleja seu árbitro. Se isso não ocorrer, a única alternativa viável é conferir a um terceiro imparcial (talvez o próprio órgão arbitral, se se tratar de arbitragem institucional) a função de nomear os árbitros. Embora, de fato, uma das vantagens da arbitragem seja a

⁴⁴⁵ Cf. “Il nuovo arbitrato societario”. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, v. 57, jun. 2003, p. 525.

⁴⁴⁶ Cf. “O contrato plurilateral”. In: *Problemas das sociedades e o direito comparado*. 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 1969, p. 255 e seguintes.

⁴⁴⁷ As preocupações com a formação do tribunal arbitral em arbitragens multiparte começaram a ser objeto de debate a partir de um famoso caso da *Cour de Cassation* francesa, conhecido como caso Dutco. Resumidamente, em um processo arbitral iniciado pela Dutco em face de outras duas sociedades, Simens e BKMI, estas duas alegaram violação ao princípio da igualdade por não poderem, cada uma delas, indicar seu próprio árbitro, como fizera a Dutco. Com base no princípio da isonomia entre as partes, a *Cour de Cassation* anulou a sentença arbitral (cf. Jorge Morais Carvalho e Mariana França Gouveia “Arbitragens complexas...”, p. 147 e 148; e Jean-Louis Devolvé, Gerald H. Pointon e Jean Rouche, *French arbitration law and practice*, 2ª ed. Netherlands: Kluwer, 2009, p. 92).

⁴⁴⁸ O que, de acordo com Francesco Luiso, consiste na característica fundamental da arbitragem societária perante o direito italiano (cf. “Appunti sull’arbitrato societario”. *Rivista di Diritto Processuale*, v. 58, jul./set. 2003, p. 714).

⁴⁴⁹ “2. La clausola deve prevedere il numero e le modalità di nomina degli arbitri, conferendo in ogni caso, a pena di nullità, il potere di nomina di tutti gli arbitri a soggetto estraneo alla società. Ove il soggetto designato non provveda, la nomina è richiesta al presidente del tribunale del luogo in cui la società ha la sede legale.”

⁴⁵⁰ Cf. Francesco P. Luiso, “Appunti sull’arbitrato...”, p. 715.

possibilidade de que as próprias partes participem do processo de escolha dos árbitros os membros do tribunal arbitral, a atribuição dessa tarefa a um terceiro, em situações em que os litigantes não chegam a uma conclusão, parece ser a única alternativa viável.

16.7. Arbitragem e litigância agregada: meio adequado? Arbitragem coletiva

Por todos os motivos até aqui expostos, deve ser repensada a crença – que não raro assume as vestes de dogma – de que a arbitragem é o meio mais adequado para a solução de controvérsias societárias e de mercado de capitais.⁴⁵¹

Mesmo com a utilização de técnicas de redução de custos, a arbitragem sempre será um mecanismo caro e, por isso, pouco apropriado para a tutela de investidores e acionistas de companhia aberta em disputas não privadas, pois pensada para a solução de litígios individuais.

Um dos principais problemas dos litígios envolvendo ilícitos de mercado de capitais é que, na maioria dos casos, os investimentos de acionistas e investidores nas companhias são de valor reduzido e, por isso, a única forma economicamente viável de exercerem sua pretensão em relação a esses investimentos é litigando em grupo, através de mecanismos como ações coletivas⁴⁵² (item 10.1). Não é por outra razão que a principal técnica do direito norte-americano de *enforcement* privado da legislação do mercado de capitais é a *class action*.⁴⁵³

A mitigação da confidencialidade, a facilitação da intervenção de terceiros e o estabelecimento de regras diversas na formação do tribunal arbitral são medidas necessárias e que podem contribuir para melhorar a adequação e a efetividade da arbitragem enquanto instrumento de solução de disputas societárias envolvendo companhias abertas.

⁴⁵¹ Cf. “Wall Street meets...”, p. 139.

⁴⁵² “Characteristic of so many of the suits under Rule 10b-5 for false corporate announcements by a publicly traded company is that most purchasers or sellers have relatively small amounts at stake. When there are numerous investors who have suffered a common misrepresentation, the class action device is often the only economically viable means of achieving the compensatory and deterrent goals underlying private action” (cf. James D. Cox, Robert Hillman e Donald Langevoort, *Securities regulation...*, p. 789). Sobre o assunto, cf. Ian Hunter e Louis Flannery, “Class action...”, p. 185.

⁴⁵³ Cf. William Savitt e Noah Yavitz, *The securities litigation review – Chapter 14* (ed. William Savitt). London: Law Business Research, 2015, p. 182.

Mas não bastam. Para além delas, é necessário pensar em mecanismos para *coletivizar a arbitragem*, tornando-a adequada para a solução daquelas controvérsias. É necessário criar ferramentas para que as pretensões individuais sejam molecularizadas. Somente através de mecanismos de litigância agregada é que haverá um *enforcement* adequado da legislação societária e do mercado de capitais.

A unitariedade dos litígios envolvendo mercado de capitais e a circunstância de que envolvem número elevado de pessoas é um dos grandes empecilhos ao emprego da arbitragem como mecanismo de solução de tais controvérsias, em razão das características (e fragilidades) que decorrem da sua natureza contratual. Discorda-se, por isso, da afirmação de que o mercado de capitais é o terreno ideal para o florescimento da arbitragem, porque, entre outros motivos, ela lidaria com mais eficácia com litígios envolvendo múltiplos atores, na comparação com o processo judicial.⁴⁵⁴ O que ocorre é justamente o inverso.

Em razão de sua gênese contratual, a arbitragem apresenta limites intrínsecos para servir como um meio adequado de solução de tais controvérsias. É por isso que já se disse que a tendência da Suprema Corte norte-americana de adotá-la mais amplamente em litígios pulverizados (litígios de consumo, mercado de capitais etc.) representa uma *nuvem negra* no sistema de *class actions* daquele país.⁴⁵⁵

Apesar desses limites, é possível criar ferramentas para tornar a arbitragem mais amigável a litígios coletivos.⁴⁵⁶ Não existe uma oposição necessária entre arbitragem e litígios coletivos,⁴⁵⁷ mormente em razão do caráter flexível do procedimento arbitral, mas é necessário estabelecer as bases de um devido processo legal arbitral coletivo.⁴⁵⁸

⁴⁵⁴ Cf. Daniel de Andrade Levy, “Aspectos polêmicos...”, p. 10 e 11.

⁴⁵⁵ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 130.

⁴⁵⁶ De acordo com Philippe Billiet, a arbitragem de classe existe nos Estados Unidos desde pelo menos o final dos anos 80, e o número de tais arbitragens vem expandindo a uma rápida taxa. De 2007 a 2013, diz o referido autor, a American Arbitration Association administrou mais de 120 arbitragens coletivas (cf. “Introduction”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 12).

⁴⁵⁷ Cf. Ana Luiza Nery, *Arbitragem coletiva*. São Paulo: RT, 2016, p. 225.

⁴⁵⁸ Sobre o assunto, Stacie Strong, “Enforcing class arbitration in the international sphere: due process and public policy concerns”. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, v. 30, 2008, p. 1-100; e Rômulo Greff Mariani, *Arbitragens coletivas...*, n. 3, p. 115-118. Carole J. Buckner afirma que, embora se entenda pacificamente que o devido processo legal formal não é necessariamente exigido em arbitragens não coletivas, há decisões da Suprema Corte norte americana entendendo que referido devido processo legal é exigido em arbitragens coletivas, na medida em que a garantia do devido processo legal é uma das

A preocupação com formas de coletivizar os litígios arbitrais é hoje uma das questões centrais nos debates que se desenrolam entre a doutrina arbitralista. Há trabalhos acadêmicos no Brasil que se dedicaram exclusivamente ao tema,⁴⁵⁹ e abordá-lo mais profundamente neste trabalho seria ir além dos lindes aqui traçados. O que cabe ser assentado aqui é que é necessário prosseguir com essa reflexão, e estabelecer mecanismos de litigância coletiva na arbitragem, adaptando o processo arbitral à matéria em que nele se discute. Somente assim é que a arbitragem será realmente uma alternativa adequada e efetiva para a solução de litígios de mercado de capitais.

17. A função indenizatória desempenhada pela CVM

Em razão do corte epistemológico proposto para este trabalho, não é seu objeto analisar a atuação da CVM em toda a sua amplitude. Mas é fundamental abordar alguns aspectos do funcionamento do ente, porque ele desempenha função indenizatória e porque, em razão da falta de efetividade dos mecanismos jurisdicionais (item 11), ele atua como uma espécie de substituto desses mecanismos.

A CVM foi criada pela Lei 6.385/76, como uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda (art. 5º), e, em 2001, por força de alteração promovida no art. 5º da Lei 6.385/76, passou a ter maior independência. Isso levou a que se sustentasse a sua natureza de agência reguladora, por ostentar os predicados de autonomia, especialização e independência, ainda que continue sendo vinculada àquele Ministério.⁴⁶⁰

Não é incomum que estudiosos e advogados que trabalham com direito societário e mercado de capitais afirmem que a CVM é o melhor ou principal intérprete da legislação

contrapartidas à vinculação de todos os membros da classe (cf. “Due process in class arbitration”. *Florida Law Review*, v. 58, 2006, p. 186-188 e 214).

⁴⁵⁹ Cf. Rômulo Greff Mariani, *Arbitragens coletivas...*; Ana Luiza Nery, *Arbitragem coletiva*; e André Vasconcelos Roque, *Arbitragem de direitos coletivos no Brasil: admissibilidade, finalidade e estrutura* (tese de doutorado). Rio de Janeiro: Faculdade de Direito da UERJ, 2014; Viviane Muller Prado e Antonio Deccache, “Arbitragem coletiva...”, p. 1-25; e Antonio Gidi, *Rumo a um Código...*, n. 3.5, p. 196-200. Para uma análise comparada dos sistemas de países da União Europeia a respeito de arbitragem coletiva, v. Philippe Billiet (editor), *Class arbitration in the European Union*. Antwerpen: Maklu, 2013.

⁴⁶⁰ Cf. Marcelo Barbosa, “Apontamentos sobre...”, p. 92; e Aline Pacheco, Bruno de Cerqueira, Evy Marques e Mariana Milnizky, “CVM: Limites de sua competência”. In: *Mercado de capitais brasileiro II* (coord. Mauro Rodrigues Penteado). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 34 e 35.

societária e do mercado de capitais do Brasil.⁴⁶¹ Uma variação desse entendimento é a noção de que é no âmbito das companhias abertas que a tutela das minorias acionárias se mostra mais abrangente e eficiente, pois aquelas estão sujeitas ao poder regulamentar e disciplinar da autarquia.⁴⁶²

Diante de um cenário de despreparo do Judiciário para lidar com litígios societários complexos e matérias de mercado de capitais, cresce de importância o papel da CVM, inclusive diante de consultas formuladas por agentes de mercado,⁴⁶³ que não exigem defesa técnica e são respondidas rapidamente, de modo técnico, sem o risco de encargos de sucumbência.⁴⁶⁴ Essa função consultiva desempenhada pela CVM é um papel quase-arbitral ou para-jurisdicional, provocado pelo administrado, inclusive preventivamente, por meio do qual aguarda “manifestação de entendimento” da autarquia – e que, no mais das vezes, é observada pelos agentes de mercado.⁴⁶⁵

O conceito de valor mobiliário contido no art. 2º da Lei 6.385/76 é a baliza da atuação da CVM, pois delimita o seu campo de atuação.⁴⁶⁶ Dentro de uma esfera relativa à emissão e circulação de valores mobiliários, a autarquia tem poderes para regular (Lei 6.385/76, art. 8º, I), fiscalizar (art. 8, III) e sancionar (art. 9º, V e VI) os agentes de referido mercado.⁴⁶⁷ Essas funções são bem resumidas na Exposição de Motivos da Lei 6.385/76.⁴⁶⁸

⁴⁶¹ “The most sophisticated debates within securities litigation take place in the course of administrative disputes at the CVM” (cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, “Legal protection...”, p. 179).

⁴⁶² Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Direito das minorias...”, p. 110.

⁴⁶³ De acordo com Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch, “os pareceres de orientação são atos previstos na Deliberação CVM nº 1, de 1978, os quais são utilizados para orientar os participantes do mercado de valores mobiliários sobre matéria cuja regulação cabe à CVM, bem como para informar a interpretação da Autarquia sobre a legislação que lhe cabe fiscalizar” (cf. *Mercado de capitais...*, p. 246).

⁴⁶⁴ Cf. Paulo Cezar Aragão, “A CVM em juízo...”, p. 42.

⁴⁶⁵ Idem.

⁴⁶⁶ Sobre a importância de se definir o que é valor mobiliário e sobre os motivos históricos que levaram o legislador brasileiro a arrolar o que são valores mobiliários no art. 2º da Lei 6.385/76, cf. Ary Oswaldo Mattos Filho, *Direito dos valores mobiliários*, v. 1, t. 1. São Paulo: FGV, 2015, n. 1.4 e 4.4, p. 51-54 e 171-179; e Gabriela Codorniz, Laura Patella e Marina Copola, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 48-54.

⁴⁶⁷ Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro e Egberto Lacerda Teixeira, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 35 e 36; Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais...*, n. 7.2, p. 263-264; e Marcelo Trindade, “O papel da CVM...”, p. 310.

⁴⁶⁸ “(...) a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência

O mandato que a lei confere à CVM, portanto, consiste basicamente em três atividades: (i) normatizar (regulamentar), (ii) fiscalizar e (iii) sancionar. Para os fins deste trabalho, interessa especialmente a competência de sancionar, no âmbito da qual é possível a obtenção de indenização ao particular ou à coletividade.

17.1. Função sancionadora

Além das funções regulamentadora (edição de normas que detalham exigências ou procedimentos previstos em lei) e fiscalizadora (registro e acompanhamento da emissão e distribuição de valores mobiliários), a CVM também exerce função sancionadora, mediante a qual exerce seu poder punitivo e impõe penas previstas em lei.⁴⁶⁹

A competência sancionadora da CVM decorre dos incisos V e, sobretudo, VI do art. 9º da Lei 6.385/76, que estabelecem ser de sua alçada “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” e “aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal”.

Já o art. 11 da Lei 6.385/76 arrola as medidas de que o ente regulador pode lançar mão no exercício de sua atividade sancionadora, como advertência, multa, suspensão e inabilitação para o exercício de cargos e suspensão e cassação da autorização para o exercício de atividades e operações.

governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito” (item 4 da Exposição de Motivos nº 197, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda).

⁴⁶⁹ “O poder disciplinar conferido à CVM é meio pelo qual se manifesta o poder punitivo do Estado no âmbito do mercado de capitais. A responsabilidade administrativa no mercado de valores mobiliários é, pois, tema inserido no campo do direito administrativo sancionador” (cf. Nicole Mattar Terpins, “Responsabilidade administrativa dos administradores e do controlador”. In: *Direito societário contemporâneo II* (coord. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2015, p. 547). A respeito do assunto, cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sobre o poder...”, p. 64 e seguintes.

17.2. Função reparatória: o calcanhar de Aquiles

A análise conjunta desses dispositivos legais leva a uma importante conclusão: a CVM não pode *impor* a obrigação de indenização aos agentes de mercado.⁴⁷⁰ Nem mesmo a multa prevista pelo art. 11, II da Lei 6.385/76 tem função reparadora, na medida em que reverte para o tesouro nacional.⁴⁷¹ Essa multa não só é direcionada para os prejudicados pela atividade reprimida, como não é destinada à CVM, que poderia aplicar tais valores na proteção do mercado de valores mobiliários. Essa mesma crítica é feita nos Estados Unidos: embora a SEC obtenha anualmente o pagamento de quantias substanciais, esses valores não são direcionados a ela, mas ao departamento do tesouro.⁴⁷²

A função de proteção dos investidores desempenhada pelo regulador brasileiro, por isso, tem, entre outros limites, o de que não resolve crises jurídicas que demandem reparação civil. A esse respeito, é relevante o já referido estudo conduzido por Ana Carolina Rodrigues, no qual comparou, em um mesmo período, as demandas judiciais de responsabilização de administradores e os processos administrativos sancionadores conduzidos pela CVM, mostrando que aquelas demandas são escassas na comparação com os últimos. Uma explicação possível é entender que a atuação da CVM (*enforcement* público) compensaria a baixa efetividade dos mecanismos de *enforcement* privado. Mas essa hipótese não se sustenta, porque, na esfera administrativa a atuação da CVM não redundava em indenizações, ao menos não em uma perspectiva relevante.⁴⁷³

⁴⁷⁰ É o que afirmam Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho (“A CVM, administrativamente, pode instaurar processos sancionadores, mas que não revertem indenizações aos investidores. (...) A CVM, quando pune, nada reverte ao investidor”; “Os empecilhos...”, p. 189 e 190) e Eduardo Secchi Munhoz (“A atuação regulatória da CVM, que exerce o papel preponderante na efetivação das normas societárias no Brasil, não tem o condão de conferir aos acionistas substitutos perfeitos à tutela privada de seus interesses. De fato, a CVM pode impor sanções administrativas (v.g., inabilitação, multa, advertência), mas não pode determinar a recomposição patrimonial pelos danos sofridos”; “Influência do patrimonialismo...”, p. 13). Nesse sentido, Antonio Gidi afirma ser indispensável ofertar mecanismos efetivos de tutela coletiva quando há interesses de grupos envolvidos, pois “o controle criminal ou administrativo não provê compensação para os prejuízos efetivamente sofridos pelos membros do grupo” (cf. *A class action...*, p. 33).

⁴⁷¹ Cf. Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais...*, p. 340; e Vinícius Krüger Fadanelli e Lucas Braun, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 246.

⁴⁷² Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 181 e 182: “Public enforcement annually produces large recoveries, but they do not benefit the public enforcer. Instead, they go to the federal treasury. For example, in 2011, the SEC recovered some \$2,8 billion, but none of these funds went to the SEC. Instead, some are returned to investors, but must revert to the Treasury Department”.

⁴⁷³ Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 105.

As únicas ferramentas por meio das quais a CVM pode obter a indenização de investidores são o termo de ajustamento de conduta e o termo de compromisso, que, apesar de institutos diversos, previstos por legislações diferentes, já foram em algumas situações aplicados conjuntamente, por meio dos chamados termos de compromisso e de ajustamento de conduta.⁴⁷⁴

O *termo de ajustamento de conduta* é celebrado no âmbito da tutela civil coletiva e fundamenta-se na previsão do art. 5º, § 6º da LACP, que prevê a celebração de compromisso de ajustamento de conduta entre os supostos praticantes do ato ilícito e os “órgãos públicos legitimados” à propositura da ação civil pública. Como a CVM é um desses órgãos públicos legitimados, em razão da previsão contida no art. 5º, IV da LACP, ela tem legitimidade para firmar tais compromissos de ajustamento de conduta, sem que seja necessária a participação de outro ente público e nem mesmo homologação judicial. E já o fez em algumas ocasiões, juntamente com o Ministério Público Federal.⁴⁷⁵ O compromisso de ajustamento de conduta já foi tratado no item 14.5, ao qual se faz remissão.

Já o *termo de compromisso* é celebrado no curso de processo administrativo sancionador e se fundamenta na previsão do art. 11, §§ 5º a 8º da Lei 6.385/76, conforme será exposto em detalhes a seguir.

17.2.1. Termo de compromisso

Importante ferramenta no exercício das funções que a lei atribui à CVM,⁴⁷⁶ o termo de compromisso passou a ser admitido a partir da Lei 9.457/97, que introduziu os §§ 5º a 8º ao art. 11 da Lei 6.385/76. A avença pode ser celebrada a qualquer momento do processo administrativo instaurado pela CVM, que se suspende até o cumprimento das

⁴⁷⁴ Por exemplo, <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20161024-1.html>, <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2010/20100913-1.html> e <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20130709-2.html> (consultados em 28.12.16).

⁴⁷⁵ Cf. Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Jullya Sotto Mayor Wellisch, *Mercado de capitais...*, p. 270-274.

⁴⁷⁶ Na doutrina norte-americana, já se afirmou que os acordos celebrados pela SEC são peça fundamental do programa de enforcement daquela agência: “the SEC has relied most effectively on a high volume of settlements to keep its enforcement program efficient and vigorous” (cf. Harvey Pitt e Karen Shapiro, “Securities regulation...”, p. 179).

obrigações assumidas,⁴⁷⁷ e independe de homologação judicial. O termo de compromisso também pode ser celebrado sem que se desenvolva qualquer procedimento investigatório preliminar, a partir de documentos informativos ou até mesmo de manifestação do interessado a respeito de determinados fatos.⁴⁷⁸

Para regulamentar a matéria, a CVM expediu a Deliberação 390/01, que estabelece os requisitos e o procedimento que deve ser seguido para a celebração do termo de compromisso. A Deliberação CVM 486/05, por sua vez, alterou o procedimento para essa celebração, ao criar o Comitê de Termo de Compromisso (composto pelo Superintendente-Geral e outros Superintendentes da CVM, bem como pelo Procurador-Chefe da Procuradoria Especializada – PFE/CVM), o qual, após manifestação da procuradoria federal, deverá apresentar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado a sua aceitação ou rejeição. A composição e o funcionamento do comitê foram regulamentados pela Portaria/CVM/PTE 71/05.

As únicas situações em que a CVM pode propiciar reparação de agentes de mercado é na celebração de compromissos de ajustamento de conduta (com fundamento na LACP) e de termos de compromisso (com fundamento na Lei 6.385/76).⁴⁷⁹ No âmbito de sua atividade sancionadora, a autarquia pode suspender o processo administrativo instaurado para apuração de infrações e celebrar termo de compromisso com o investigado ou acusado, pelo qual este assume as obrigações de (i) cessar a prática investigada como ilícita e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos (Lei 6.385/76, art. 11, §§ 5º a 8º⁴⁸⁰ e Deliberação CVM 390/01, art. 7º).

⁴⁷⁷ Cf. Ricardo Villas Bôas Cueva, “Termo de compromisso...”, p. 296.

⁴⁷⁸ Cf. Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Jullya Sotto Mayor Wellisch, *Mercado de capitais...*, p. 252.

⁴⁷⁹ “O interesse da CVM em poder fazer uso dos termos de compromisso pode ser interpretado como busca de método complementar à sua atuação sancionadora tradicional, de inspiração penal, com incremento de eficiência na alocação dos seus recursos humanos e materiais” (cf. Vinícius Krüger Fadanelli, *Termo de compromisso em processo administrativo sancionador da Comissão de Valores Mobiliários* (dissertação de mestrado). São Paulo: USP, 2013, p. 24).

⁴⁸⁰ A previsão para a celebração de termo de compromisso só passou a existir com a Lei 9.457/97, que alterou a Lei 6.385/76 e aumentou a severidade das sanções nela previstas.

17.2.1.2. Obstáculos à celebração de termos de compromisso

Viviane Muller Prado e Renato Vilela realizaram um interessante levantamento sobre os termos de compromisso celebrados pela CVM entre 1997 e agosto de 2013, com a finalidade de concluir se tais acordos foram empregados como um instrumento de ressarcimento efetivo.

O estudo apontou que os termos servem “timidamente ao propósito de ressarcimento de investidores”, sendo o seu principal obstáculo a especificação do valor do dano a ser indenizado.⁴⁸¹ Em outro trabalho, Viviane Muller Prado indicou que o termo de compromisso não é o instrumento ideal para indenização de investidores, pois se trata de mecanismo com dinâmica sumária e sem fases probatórias, além de não envolver os sujeitos prejudicados na sua negociação e celebração.⁴⁸²

A indenização de prejuízos não é condição *sine qua non* para a celebração do termo de compromisso, na medida em que só deve haver reparação se (i) houver prejuízo (ii) que possa ser quantificado e se (iii) os prejudicados puderem ser identificados,⁴⁸³ requisitos que nem sempre estão presentes.⁴⁸⁴ Diante disso, surgem duas possibilidades.

A primeira delas ocorre quando são identificados os prejudicados pelo ilícito ou, pelo menos, a sua posição, como, por exemplo, acionistas de uma determinada companhia, num dado período. Nessa situação, a CVM pode – ou, melhor, *deve* – impor o pagamento de indenização aos lesados como condição para celebração do termo. Se os prejudicados em potencial forem desconhecidos e em número indeterminado, a autarquia também pode, com a anuência do proponente do termo, publicar editais de convocação de investidores, a fim de que sejam identificados e quantificados os seus danos individuais (Deliberação CVM 390, art. 11).⁴⁸⁵

A segunda possibilidade se dá quando o alegado ilícito afeta o mercado como um todo, sem que se possa identificar um grupo de investidores lesados. Nessa situação, o

⁴⁸¹ Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 824.

⁴⁸² Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 44.

⁴⁸³ Cf. Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais...*, p. 359 e 360.

⁴⁸⁴ “Nem sempre, porém, há um prejudicado (ou um grupo deles) identificado ou mesmo identificável (cf. Vinícius Krüger Fadanelli e Lucas Braun, *Comentários à Lei...*, p. 274).

⁴⁸⁵ Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 824.

eventual valor decorrente da indenização reverte para o tesouro nacional⁴⁸⁶ (sem que, nessa hipótese, seja claro que haverá algum retorno para os agentes do mercado), embora em alguns casos essa verba tenha se destinado ao emprego de medidas voltadas especificamente para o mercado de capitais ou para a CVM, que poderá empregá-la em prol do mercado.⁴⁸⁷

De fato, não é fácil a quantificação do dano em situações como essa, em razão de que, no mais das vezes, o prejuízo está pulverizado em um espectro muito amplo de pessoas. Justamente por isso, o art. 10 da Deliberação CVM 390 prevê a possibilidade da CVM notificar investidores para que “forneçam maiores informações no que disser respeito à quantificação do valor que poderá vir a ser-lhes pago”.

O mencionado estudo empírico conduzido por Viviane Muller Prado e Renato Vilela chegou a conclusões interessantes. A primeira pergunta que aqueles pesquisadores quiseram responder foi se o termo de compromisso tem sido empregado efetivamente como um instrumento de reparação. Para tanto, cruzaram dados com o intuito de analisar a proporção de termos que estipularam indenização de prejuízos. E a análise mostrou que tal proporção é muito baixa. Em 2005 foram firmados 15 (quinze) termos, mas apenas 1 (um) contou com indenização; em 2006 foram 19 (dezenove), mas também nenhum previu indenização; em 2007, de um total de 64 (sessenta e quatro), apenas 8 (oito) estipularam indenização; em 2008, foram 64 (sessenta e quatro) termos celebrados, mas apenas 6 (seis) previram indenização; em 2009 foram 58 (cinquenta e oito), mas apenas 2 (dois) previram indenização; em 2010 houve um total de 64 (sessenta e quatro) termos firmados, mas apenas 1 (um) previu indenização, e assim por diante, até 2013. A pesquisa indicou que ao longo de 16 (dezesesseis) anos (1997 a agosto de 2013), a CVM celebrou 430 (quatrocentos e trinta) termos de compromisso, mas apenas 30 (trinta) deles previram indenização a terceiros, o que corresponde a apenas 6,9% do total.⁴⁸⁸

⁴⁸⁶ Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 827. De acordo com Vinícius Krüger Chalub Fadanelli, “Como é possível depreender da análise do texto dos instrumentos de acordos assinados recentemente, é consignado que o valor pago como condição para celebração do termo de compromisso será utilizado pela CVM ‘segundo seu exclusivo critério e conveniência’. Adicionalmente, é explicitado em cláusulas específicas que os pagamentos devidos devem ser recolhidos por Guia de Recolhimento da União, identificando que a ‘Unidade Favorecida’ é a Comissão” (cf. *Termo de compromisso...*, p. 182).

⁴⁸⁷ Cf. Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch, *Mercado de capitais...*, p. 253.

⁴⁸⁸ Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 829.

A destinação da indenização também é um aspecto que preocupa. De acordo com levantamento feito por Ana Carolina Rodrigues, do valor total arrecadado pela CVM mediante termos de compromisso celebrados entre 1º de janeiro de 1998 e 7 de abril de 2011, 77% (setenta e sete por cento) foram destinados à CVM e apenas 23% (vinte e três por cento) aos prejudicados pelo ilícito.⁴⁸⁹

17.2.1.3. Identificação e comunicação dos prejudicados

Por que o termo de compromisso é usado tão timidamente como ferramenta de reparação de investidores? Viviane Muller Prado e Renato Vilela cogitam das hipóteses de que os danos envolvidos com termos de compromisso geralmente afetam o mercado como um todo (isto é, seriam fruto da violação a direitos difusos) e de que são de difícil mensuração.⁴⁹⁰ A questão desdobra-se em dois problemas.

O primeiro deles diz com a própria identificação dos prejudicados. Como visto, se os prejudicados em potencial forem desconhecidos ou em número indeterminado, a CVM pode, com a anuência do proponente do termo, publicar editais de convocação de tais investidores, a fim de que sejam identificados e quantificados os seus danos individuais (Deliberação CVM 390, art. 11).⁴⁹¹

O segundo problema – que pode ser visto como um desdobramento do primeiro – consiste nas dificuldades de identificar todos os beneficiários do acordo e possibilitar que todos eles liquidem seus danos, e, assim, a indenização efetivamente seja direcionada a quem de direito.⁴⁹² Ainda que a legislação preveja ferramentas para que os prejudicados sejam identificados, essas ferramentas também apresentam suas falhas. O edital de convocação pode não desempenhar o papel de identificar todos os envolvidos.

⁴⁸⁹ Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 81 e 82.

⁴⁹⁰ Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 831.

⁴⁹¹ Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 827.

⁴⁹² São precedentes, por isso, as preocupações de que “em grande parte das situações é preciso avisar o acionistas ou o quotista do fundo, que se encontravam nesta posição à época da prática da ilicitude investigada. Com a possível existência de um número considerável de sujeitos, assemelhando-se à liquidação de ação coletiva, aparece a inevitável pergunta de como operacionalizar e concretizar o pagamento dos prejudicados conforme pactuado no termo de compromisso” (cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 835).

Não apenas a identificação, mas também a comunicação dos prejudicados, portanto, representam dificuldades.

17.1.2.4. Quantificação dos danos

Outro problema é a dificuldade na mensuração do dano. Mesmo que haja a identificação dos prejudicados, a liquidação do dano individual é difícil, o que também representa um obstáculo a que o termo de compromisso preveja a reparação.

É por conta das dificuldades com a identificação dos prejudicados e com a liquidação dos danos que, para o ilícito de *insider trading*, Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch defendem que, por conta das peculiaridades das operações de bolsa de valores, “não há que se falar em indenizações individualmente consideradas”, sendo “o mais razoável (...) estabelecer uma indenização capaz de compensar toda a sociedade”.⁴⁹³

Sintomático dessas dificuldades é o fato de que, dos 30 (trinta) termos de compromisso em que houve fixação de indenização analisados por Viviane Muller Prado e Renato Vilela, 16 (dezesesseis) deles não estipularam um critério claro de cálculo da indenização.⁴⁹⁴ O estudo empírico realizado por esses dois autores, portanto, mostra que a única ferramenta indenizatória de que a CVM pode lançar mão não é utilizada de modo efetivo,⁴⁹⁵ por motivos que não são imputáveis à autarquia.

A preocupação da doutrina com a quantificação de danos em ilícitos de mercado é grande, pois tais prejuízos são, no mais das vezes, resultado de diversos fatores em cascata, o que dificulta a individualização da sua causa e a sua quantificação. A legislação brasileira, por isso, deveria conter regras claras para o cálculo dessas indenizações.⁴⁹⁶

⁴⁹³ Cf. *Mercado de capitais...*, p. 164.

⁴⁹⁴ Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 836.

⁴⁹⁵ “O termo de compromisso é ferramenta de *enforcement* amplamente utilizada pela CVM” e “tem grande serventia na prevenção de condutas indesejadas e educação dos agentes do mercado, mediante sinalização eficiente, em adição à possibilidade de propiciar o pronto ressarcimento de terceiros prejudicados pelo compromitente” (cf. Vinícius Krüger Fadanelli e Lucas Braun, *Comentários à Lei...*, p. 276).

⁴⁹⁶ Como ocorre, por exemplo, na China: “The SPC Third Circular also contains clear rules, albeit complex and highly technical, on how to calculate compensation” (cf. Robin Hui Huang, “Private enforcement...”, p. 776).

Há quem afirme que os termos de compromisso são ferramentas de *enforcement* eficientes. Mas essa afirmação deve ser vista com um grão de sal. Se o art. 11, § 5º, II da Lei 6.385/76 estabelece a reparação dos prejuízos como um dos requisitos para a celebração do pacto, e se na prática tal reparação ocorre em proporções longe de satisfatórias, não parece possível afirmar que os termos têm cumprido o papel que a lei lhes atribuiu.

Outro fator que explica por que os termos de compromisso não são um sucedâneo perfeito de ferramentas jurisdicionais indenizatórias consiste na circunstância de que só são celebrados se o investigado propuser a sua celebração. Se não houver tal proposta, o ilícito investigado não será indenizado no âmbito da persecução administrativa conduzida pela CVM. Enquanto acordos que são, os termos de compromisso também dependem de concordância entre a CVM e o investigado, de modo que, havendo controvérsia sobre o valor do dano ou mesmo sobre a conveniência de celebração do termo, ele não será celebrado.⁴⁹⁷ Trata-se de um acordo, de natureza negocial, e não de ordem de cessação da prática que pode ser considerada ilícita.⁴⁹⁸

18. Ferramentas indenizatórias previstas na autorregulação: o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP)

O direito brasileiro também conta com técnicas indenizatórias previstas na autorregulação.

O Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos é, como seu próprio nome indica, um mecanismo de indenização de investidores administrado pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM), que, por sua vez, é uma associação civil,⁴⁹⁹ constituída em 2007 para

⁴⁹⁷ Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 81 e 82: “a celebração de termo de compromisso requer a concordância entre CVM e o proponente. Trata-se, portanto, de hipótese em que a parte investigada goza de relativo poder de escolha (propor ou não o termo de compromisso e aceitar ou não as condições impostas pela autarquia), enquanto a parte prejudicada tem um papel eminentemente passivo”.

⁴⁹⁸ Cf. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A nova Lei das S/A*, p. 525.

⁴⁹⁹ Os associados da BSM são a BM&FBovespa S.A. (com 19.999.999 quotas) e o Banco BM&F de Serviços de Liquidação e Custódia S.A. (com 1 quota).

realizar, com autonomia administrativa e orçamentária, as atividades de autorregulação dos mercados administrados pela BM&FBovespa.⁵⁰⁰

A finalidade da BSM é zelar pela integridade desses mercados. Exerce essa função ao (i) fiscalizar e supervisionar os participantes do mercado e a própria BM&FBOVESPA; (ii) identificar violações à legislação e à regulamentação vigentes, condições anormais de negociação ou comportamentos que possam colocar em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado; (iii) instaurar e conduzir processos administrativos disciplinares; (iv) penalizar os que cometem irregularidades; e (v) administrar o MRP.⁵⁰¹ O ente, em suma, cuida da autorregulação da BM&FBovespa, e seu escopo é fiscalizar a atuação da bolsa e dos participantes do mercado por ela administrados, e realizar atividades de *enforcement* da autorregulação previstas na Instrução CVM 461/07.⁵⁰²

Com a edição da Resolução 39/66 do Conselho Monetário Nacional, as bolsas de valores foram obrigadas a manter um fundo, nomeado de Fundo de Garantia, que assegurasse aos investidores o ressarcimento de prejuízos causados por administradores, empregados ou prepostos das sociedades membro em relação aos serviços de custódia e intermediação das operações desenvolvidas em seus pregões. O mecanismo de ressarcimento de investidores criado chamou-se Fundo de Garantia, e foi posteriormente substituído pelo MRP. O MRP, assim, tem por finalidade ressarcir investidores que sofreram danos em razão de conduta de pessoa autorizada a operar no mercado de bolsa, relacionada a negociação ou serviço de custódia.⁵⁰³

A Instrução CVM 461/07 exige que as bolsas mantenham um mecanismo de ressarcimento de prejuízos causados a investidores em razão da atuação de pessoas autorizadas a operar em seus mercados. O mecanismo de ressarcimento empregado pela BM&FBovespa funciona como uma espécie de seguro de responsabilidade civil, que indeniza danos advindos das atividades de intermediação e custódia exercidas pelas

⁵⁰⁰ <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/quem-somos> (consultado em 20.6.15).

⁵⁰¹ <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/QuemSomos.asp> (consultado em 20.6.15).

⁵⁰² Cg. Angela Rita Franco Donaggio, *Regulação e autorregulação...*, p. 313.

⁵⁰³ Cf. Luiz Felipe Amaral Calabro, *Regulação e autorregulação...*, p. 161.

corretoras de valores mobiliários. O ressarcimento promovido pelo MRP, assim, tem por finalidade cobrir a responsabilidade civil da corretora.⁵⁰⁴

O MRP é previsto no art. 77 da Instrução CVM 461/07, que dispõe que “A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia”.

Esse mesmo dispositivo lista, em caráter exemplificativo, condutas que podem justificar a imposição do dever de indenizar, como inexecução ou execução infiel de ordens, uso inadequado de numerário e de valores mobiliários, inautenticidade de endosso em valores mobiliários, encerramento de atividades, entre outros.

Recebendo o pedido de indenização, a BSM deve apreciar as alegações e apurar os fatos narrados. Preenchidos os requisitos legais, deve instaurar o processo administrativo, a fim de que sejam ouvidos os acusados, respeitando o contraditório. Com fundamento nos elementos apurados no curso do processo e após a colheita dos elementos de prova suficientes, decidirá se o investidor deve ou não ser indenizado. Se o pedido for rejeitado, o investidor pode apresentar recurso à CVM (ICVM 461/07, art. 82, parágrafo único).

O patrimônio do MRP – que caracteriza um patrimônio separado e afetado à sua finalidade⁵⁰⁵ – é formado por contribuições mensais cobradas das corretoras e, feito o pagamento ao investidor lesado, a corretora fica obrigada a repor ao fundo comum a quantia paga ao investidor (art. 78, VIII da ICVM 461/07).

O emprego desse mecanismo é simples e facilitado, pois não exige o pagamento de taxa e tampouco a representação por um advogado. Mas apresenta algumas restrições, como o limite máximo de indenização por cada investidor reclamante, para cada ocorrência, de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais),⁵⁰⁶ conforme dispõe o art. 80, parágrafo único da ICVM 461/07. Além disso, ele cobre apenas danos relacionados a

⁵⁰⁴ Cf. Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente, Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais...*, n. 6.4.1, p. 239.

⁵⁰⁵ Cf. Fábio Konder Comparato, “Responsabilidade na transferência de ações escriturais”. In: *Direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 360.

⁵⁰⁶ <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/ressarcimento-de-prejuizos/como-funciona> (consultado em 11.1.17).

algumas atividades específicas, e o seu âmbito de cobertura está limitada às hipóteses legalmente previstas.⁵⁰⁷

19. Prova

A dificuldade com a produção da prova é frequentemente apontada como um dos motivos da falta de efetividade do modelo brasileiro de *enforcement* da legislação societária e do mercado de capitais.⁵⁰⁸ E isso se dá porque não é possível que haja uma efetiva tutela da minoria sem que essa minoria tenha acesso à informação.⁵⁰⁹

A produção da prova a cargo do demandante em tais litígios é difícil ou, em alguns casos, até mesmo diabólica, quer porque o desencargo do ônus de provar não raro depende do acesso a documentos e informações que estão na posse da companhia, seus administradores ou acionistas controladores (assimetria informacional),⁵¹⁰ quer porque para alguns ilícitos a mensuração do prejuízo e a prova do ato ilícito, do nexo causal e da culpa são complexas.⁵¹¹

É com esse espírito que se diz que, em ações movidas com a finalidade de tutelar investidores por falhas no regime informacional, o investidor não raro está sujeito a uma prova impossível, porque “inexiste qualquer mecanismo de obtenção de informação e a assimetria informacional é muito grande neste mercado”.⁵¹² É também por isso que se afirma que os ilícitos que ocorrem no mercado de capitais são difíceis ou quase impossíveis de provar, e que os processos que os envolvem devem ter um regime probatório diferenciado, com critérios e mecanismos próprios, distintos dos empregados

⁵⁰⁷ Cf. Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente, Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais...*, n. 6.4.1, p. 239.

⁵⁰⁸ Cf. Érica Gorga, “Is US law enforcement...”, p. 657; e Érica Gorga e Michael Halberstam, “Litigation discovery...”, p. 1.486 e 1.487.

⁵⁰⁹ Dario Latella, “Shareholder derivative...”, p. 319.

⁵¹⁰ Cf. Marcelo Trindade e Fabiana de Almeida, *The securities litigation...*, p. 43; e Gabriel Buschinelli e Rafael Bresciani, “Aspectos processuais...”, p. 256.

⁵¹¹ Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 26-32; e Aline de Menezes Santos, “Responsabilidade administrativa...”, p. 249 e 250.

⁵¹² Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 35.

pelo direito civil e pelo direito processual civil, para a comprovação desses elementos da responsabilidade civil.⁵¹³

Alude-se aos benefícios de mecanismos de produção de prova (como a *discovery*) e de dinamização do ônus de provar, em situações em que é mais fácil ao réu provar a licitude de sua conduta do que ao autor demonstrar a sua ilicitude.⁵¹⁴ Guido Ferrarini e Paolo Giudici afirmam, nesse sentido, que a *discovery* é uma ferramenta essencial em litígios envolvendo ilícitos no mercado de capitais, e que no direito de países da Europa continental, devido às dificuldades de obtenção de documentos na posse da outra parte, sem ela é virtualmente impossível provar alegações de que tais ilícitos ocorreram, exceto se a informação for obtida por uma autoridade pública.⁵¹⁵ Essa é a tese defendida também por Érica Gorga e Michael Halberstam, para quem o principal elemento responsável pelo sucesso do modelo norte-americano de tutela do investidor é a *discovery*, que concede ao jurisdicionado o poder de identificar más-condutas praticadas no seio da companhia.⁵¹⁶

A prova assume grande relevância no trato do tema objeto deste trabalho, na medida em que um dos requisitos para um *enforcement* efetivo é que o prejudicado tenha informação sobre a prática do ilícito e suas autoria e extensão.⁵¹⁷

19.1. Distribuição dinâmica do ônus da prova (CPC, art. 373, § 1º)

Nesse cenário, de aridez probatória, assume relevância a chamada *distribuição dinâmica do ônus da prova*, prevista pelo art. 373, § 1º do CPC. Em razão de peculiaridades do direito material,⁵¹⁸ a regra procura assegurar o acesso à justiça, ao atribuir o ônus de provar à parte que tem maior facilidade na produção da prova, quando à

⁵¹³ Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do Patrimonialismo...”, p. 18.

⁵¹⁴ Cf. Bernard Black, “The core institutions...”, p. 1.588 e 1.589.

⁵¹⁵ Guido Ferrarini e Paolo Giudici, “Financial scandals...”, p. 51 e 53.

⁵¹⁶ Cf. Érica Gorga e Michael Halberstam, “Litigation discovery...”, p. 1.394 e 1.395.

⁵¹⁷ “One requirement for effective enforcement is, of course, that the plaintiff have knowledge of the putative violation” (cf. Theodor Baums e Kenneth Scott, “Taking shareholder...”, p. 51).

⁵¹⁸ Cf. Luiz Guilherme Marinoni e Sérgio Cruz Arenhart, *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. VI. São Paulo: RT, 2016, p. 248; Bruna Braga da Silveira, “A distribuição dinâmica do ônus da prova no CPC-2015”. In: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 214; Lucas Buriel de Macêdo e Ravi Peixoto. *Ônus da prova e sua dinamização*, 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016, n. 4.6.2, p. 170; Robson Godinho, *Negócios processuais sobre o ônus da prova no novo Código de Processo Civil*. São Paulo: RT, 2015, p. 205; e José Rogério Cruz e Tucci, *A causa petendi no processo civil*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2009, n. 4.10, p. 82.

outra, a quem cabia inicialmente o ônus de provar o fato reverso, é impossível ou excessivamente difícil cumprir o encargo.

Em determinadas situações, o próprio legislador excepciona a regra geral de ônus da prova e estabelece, previamente, uma distribuição diversa do encargo (inversão *ope legis*⁵¹⁹). Trata-se de inversão da carga probatória, mas que continua a ser uma distribuição estática.⁵²⁰ É o que ocorre com o art. 38 do CDC, que atribui ao patrocinador da campanha publicitária o ônus de comprovar a veracidade e a correção da informação nela veiculada. Outros exemplos estão previstos nos arts. 12, § 3º e 14, § 2º do CDC, que impõem o ônus da prova ao fabricante de produtos e ao prestador de serviços.

Noutras situações, o legislador atribui ao juiz o papel de, no caso concreto, inverter o ônus da prova (inversão *ope judicis*). Essa possibilidade já vinha prevista no art. 6º, VIII do CDC, que permite a inversão do ônus da prova em favor do consumidor quando o juiz verificar que, no caso concreto, é verossímil a alegação do consumidor ou quando ele for hipossuficiente, de acordo com as regras ordinárias de experiência.

O art. 373 do CPC continua a estabelecer como regra a distribuição estática do ônus da prova, na forma dos seus incisos I e II, que dispõem que o encargo incumbe ao autor quanto ao fato constitutivo do seu direito, e ao réu quanto à existência de fato impeditivo, modificativo ou extintivo do direito do autor. Mas o § 1º do art. 373 permite a alteração dessa regra geral, por meio da chamada *dinamização do ônus da prova*,⁵²¹ ao estatuir que, por decisão fundamentada, o juiz pode distribuir o ônus da prova de modo diverso, nos casos previstos em lei ou diante de peculiaridades do processo relacionadas à

⁵¹⁹ Sobre a diferença entre as expressões inversão e distribuição, cf. Artur Thompsen Carpes, “Notas sobre a interpretação do texto e aplicação das normas sobre o ônus (dinâmico) da prova no Novo Código de Processo Civil”. In: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 203, nota 18; Flávio Luiz Yarshell, *Antecipação da prova sem o requisito da urgência e direito autônomo à prova*. São Paulo: Malheiros, 2009, n. 15, p. 8; Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Cruz Arenhart e Daniel Mitidiero. *Novo Código de Processo Civil comentado*. São Paulo: RT, 2015, p. 397; Paulo Henrique dos Santos Lucon, “Garantias do tratamento paritário das partes”. In: *Garantias constitucionais do processo civil* (coord. José Rogério Cruz e Tucci). São Paulo: RT, 1999, p. 114; e Gianvito Ardito, “O ônus da prova no novo Código de Processo Civil: a excepcionalidade da aplicação da teoria da distribuição dinâmica do ônus da prova”. In: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 281 e 282.

⁵²⁰ Cf. Lucas Buril de Macêdo e Ravi Peixoto. *Ônus da prova...*, n. 3.10.1, p. 109 e 110.

⁵²¹ Dinamização do ônus da prova consiste em, diante de uma regra de ônus da prova estático (como a prevista pelos incisos I e II do art. 373 do CPC), modificar-se tal ônus no caso concreto. Já o ônus da prova dinâmico (que não é previsto no ordenamento brasileiro) se dá quando não há ônus da prova previamente estabelecido, e este é fixado, sempre, pelo julgador no caso concreto.

impossibilidade ou à excessiva dificuldade de se cumprir o encargo ou à maior facilidade de obtenção da prova do fato contrário.

A aplicação do § 1º do art. 373 submete-se a dois requisitos: (i) motivação da decisão e (ii) oportunização do direito de provar, a quem for atribuído o encargo. A decisão deve ser expressa e fundamentar os motivos pelos quais entendeu que a parte a quem a lei em princípio desonerou tem melhores condições de provar o fato contrário. Também deve ser franqueada a essa parte a oportunidade de desincumbir-se do encargo e produzir a prova que passou a lhe caber.⁵²² É por isso que o § 2º do art. 373 do CPC impede a inversão quando à outra parte for impossível ou extremamente difícil se desincumbir do ônus. Veda-se com isso a chamada *prova diabólica reversa*, isto é, a atribuição de uma prova impossível ou de extrema dificuldade de se produzir.

A distribuição dinâmica atribui o ônus de provar a quem tem melhores condições de realizar a prova contrária, e impede que o sujeito parcial que detém informações privilegiadas as maneje deliberadamente.⁵²³ É uma maneira de assegurar o acesso à justiça, evitando que haja apenas acesso formal ao processo, isto é, que o jurisdicionado tenha acesso a um mecanismo de solução de controvérsias, mas sem condições de comprovar suas alegações.

A dinamização do ônus da prova deve ocorrer antes do início da fase instrutória, por decisão de saneamento e de organização do processo (CPC, art. 357, III), ou, no máximo, durante a instrução probatória, para que as partes estejam cientes de seus ônus e possam produzir a prova que lhes for atribuída.

Em situações excepcionais, é possível que ela ocorra posteriormente, desde que seja dada à parte a oportunidade de provar e, assim, reabra-se a fase instrutória. O que deve ser evitado a todo custo é a distribuição apenas na sentença, pois isso impossibilita que se atinja o principal escopo do dispositivo legal em análise, que é propiciar uma melhor instrução processual e um julgamento mais aderente à realidade.⁵²⁴

⁵²² Cf. Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Arenhart e Daniel Mitidiero, *Novo Código...*, p. 396.

⁵²³ Cf. Lucas Buriel de Macêdo e Ravi Peixoto, *Ônus da prova...*, n. 3.11, p. 137.

⁵²⁴ Cf. Flávio Luiz Yarshell, *Antecipação da prova...*, n. 16, p. 90-93; Eduardo Cambi, “Teoria das cargas probatórias dinâmicas (distribuição dinâmica do ônus da prova) – exegese do artigo 373, §§ 1º e 2º do NCPC”. In: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 258; e Bruna Braga da Silveira, “A distribuição dinâmica...”, p. 232 e 233. Em sentido

A dinamização do ônus da prova, além disso, não deve alterar os encargos financeiros com a produção da prova: modifica-se apenas o sujeito a quem se aplicam as consequências pela não comprovação de um determinado fato, mas o ônus de arcar com os gastos com a produção de prova continuam a ser de quem a requereu.⁵²⁵

19.2. Hipóteses já previstas de inversão do ônus da prova em litígios societários e de mercado de capitais

As dificuldades com a produção de prova nos litígios societários e de mercado de capitais, decorrentes da assimetria informacional que há nessa esfera e das dificuldades com a comprovação dos elementos da responsabilidade civil em negócios complexos, fazem com que esse seja um campo profícuo para a dinamização do ônus da prova e com que a regra do art. 373 do CPC seja vista como uma novidade alvissareira. Tanto é isso verdade que, antes mesmo da entrada em vigor desse diploma, defendia-se a inversão do ônus probatório em algumas demandas societárias e de mercado de capitais.

Já se defendeu a inversão do ônus da prova nas ações de responsabilidade de acionista controlador, afirmando-se que nessas situações cabe ao réu provar que não praticou o ato que lhe é imputado,⁵²⁶ bem como em demandas indenizatórias movidas contra o ofertante e o agente intermediário em razão de falhas informacionais contidas no prospecto.⁵²⁷⁻⁵²⁸ Também se preconizou a inversão na ação civil pública movida em defesa

contrário, Luiz Eduardo Boaventura Pacífico, *O ônus da prova no direito processual civil*. São Paulo: RT, 2000, n. 5.4, p. 160.

⁵²⁵ Cf. Lucas Buril de Macêdo e Ravi Peixoto, *Ônus da prova...*, n. 4.9, p. 204; e José Roberto dos Santos Bedaque, *Código de Processo Civil interpretado* (coord. Antonio Carlos Marcato). São Paulo: Atlas, 2004, p. 99.

⁵²⁶ Cf. Rodrigo Almeida Magalhães, “O controlador e sua responsabilidade na sociedade anônima”. *Sociedades anônimas e mercado de capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima* (coords. Arnoldo Wald, Fernando Gonçalves, Moema Soares de Castro, Bernardo Freitas e Mário Tavernard). São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 236.

⁵²⁷ Cf. Aline de Menezes Santos, “Responsabilidade administrativa...”, p. 254.

⁵²⁸ No Canadá, o ônus da prova em demandas envolvendo falhas informacionais de emissores parte da distinção entre documentos essenciais e não essenciais (*core e non-core documents*). Os primeiros são aqueles que fazem parte da obrigação contínua de divulgação do emissor, ao passo que os segundos são todos os que não se enquadram nessa categoria. O ônus da prova em demandas movidas contra tais emissores é mais elevado quanto aos documentos não essenciais, mas, por outro lado, é mais reduzido em demandas envolvendo documentos essenciais, o que torna condenações nessas últimas mais fáceis (cf. Poonam Puri, “Securities litigation...”, p. 1.000).

dos investidores do mercado de valores mobiliários⁵²⁹ e na desconsideração da personalidade jurídica, atribuindo-se à parte a quem se pretende imputar a responsabilidade o ônus de comprovar a sua não culpabilidade, como uma alternativa ao custo e à dificuldade de produção de prova.⁵³⁰ Já foi advogada a ideia, ainda, de inversão do ônus da prova na ação de responsabilidade civil e na persecução administrativa em decorrência de danos causados por *insider trading*: o autor da demanda indenizatória ou a CVM devem provar apenas a ocorrência de dano e o nexo causal com a conduta ilegal do *insider*, instalando-se, nesse caso, uma presunção relativa de que o administrador ou acionista controlador teve acesso à informação relevante.⁵³¹

Mas o campo em que melhor se desenvolveu o assunto foi no âmbito das ações de responsabilidade de administrador, por ato praticado em conflito de interesses, em desatenção à regra do art. 156 da Lei das S/A.⁵³²

No direito norte-americano, o ônus da prova em demandas relativas à responsabilização de administradores varia de acordo com determinadas circunstâncias, indo do demandante ao demandado *como uma bola de tênis*.⁵³³ Desde que tenha havido aprovação ou ratificação do negócio por acionistas ou administradores desinteressados, e desde que estes tenham sido plenamente informados a respeito do conflito, o ônus da prova de que o negócio não é *fair* (isto é, em desacordo com padrões de mercado e, conseqüentemente, lesivo à companhia) cabe a quem pede a invalidação do ato e a responsabilização do administrador, isto é, o autor da demanda. Caso aquelas primeiras

⁵²⁹ Wilges Bruscato defende a aplicação da presunção relativa de culpa em tais ações (cf. “A proteção judicial...”, p. 46). Analisando caso concreto, Camilo Zufelato também sustenta a possibilidade de inversão do ônus da prova em ação coletiva contra abuso de poder de controle, movida com base na Lei 7.913/89. Fundamenta seu entendimento na premissa de que os investidores de valores mobiliários “se inserem na categoria de consumidores (de ações)” (cf. “Tutela jurisdicional...”, p. 206). Mas essa premissa é equivocada, na medida em que não há relação de consumo entre uma sociedade e seus acionistas, nem mesmo sendo a companhia de capital aberto.

⁵³⁰ Cf. Bruno Meyerhof Salama, *O fim da responsabilidade...*, n. 6.2.4.1, p. 372 e 373.

⁵³¹ Cf. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Mercado de capitais...*, p. 177 e 178; e Nelson Eizirik, “‘Insider trading’...”, p. 82 e “Responsabilidade civil...”, p. 106 e 114.

⁵³² Ivo Waisberg defende a inversão do ônus da prova também na ação de responsabilidade civil de administradores de bancos. Para o controlador, o autor defende a responsabilidade objetiva, “por ser ele quem realmente usufrui do proveito do risco envolvido” (cf. *Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais*. São Paulo: RT, 2002, n. 4.1.4 e 4.2, p. 142-149). Sobre o assunto, v. Haroldo Malheiros Verçosa, que entende que a responsabilidade estabelecida pelo art. 40 da Lei 6.024/74 é objetiva (cf. *Responsabilidade civil especial nas instituições financeiras e nos consórcios em liquidação extrajudicial*. São Paulo: RT, 1993, p. 84-89).

⁵³³ A expressão é de Charles M. Yablon (cf. “On the allocation of burdens of proof in corporate law: an essay on fairness and fuzzy sets”. *Cardozo Law Review*, v. 13, 1991-1992, p. 497).

condições não sejam preenchidas (quando, por exemplo, o administrador tinha um interesse pessoal no negócio), inverte-se o ônus de provar: presume-se que o negócio é lesivo à companhia e cabe ao administrador interessado comprovar o contrário (*fairness test*).⁵³⁴ Da mesma forma, se o negócio foi ratificado por uma maioria desinteressada de acionistas ou administradores, o ônus da prova também volta para o demandante, a quem cabe demonstrar que o negócio causou prejuízos à sociedade.⁵³⁵

O ordenamento brasileiro aproxima-se nesse aspecto do norte-americano, ao incorporar a experiência do *fairness test*:⁵³⁶ qualquer operação em que um administrador tenha interesse pessoal deve ser celebrada em condições razoáveis e equânimes, independentemente de ter sido respeitado ou não o procedimento para a tomada de decisão, exigido pelo *caput* do art. 156 da Lei das S/A (cientificação dos demais administradores a respeito do conflito). O desrespeito a tal procedimento também não leva necessariamente à invalidade e à ineficácia do negócio, na medida em que a prova de que não prejudicou a companhia afasta a sua invalidade e ineficácia, e a responsabilização do administrador.⁵³⁷ O que importa em ambos os sistemas, portanto, é que a operação seja equitativa.

Apesar de o art. 156 da Lei das S/A transparecer a ideia de que o legislador teria positivado ali uma regra de impedimento (conflito formal), que afastaria o administrador de qualquer ato de gestão ou de participar de deliberação que envolva interesse seu, essa não é a melhor interpretação. A regra é de conflito material: não basta que o administrador tenha interesse na operação, é preciso analisar as circunstâncias do caso concreto⁵³⁸ e demonstrar que agiu sacrificando o interesse da companhia, em prol de benefício próprio. Caso isso não ocorra, os interesses terão sido convergentes e não terá havido conflito.⁵³⁹

⁵³⁴ Cf. “Conflito de interesses na administração da sociedade anônima: respeito à regra procedimental e inversão do ônus da prova”. In: *Modelos de direito privado* (coord. Judith Martins-Costa). São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 521.

⁵³⁵ Cf. Charles M. Yablon, “On the allocation...”, p. 497.

⁵³⁶ Fábio Konder Comparato, “Compra e venda de ações – acionista controlador – alienação de controle – incorporação – assembleia especial – cartas-patentes”. *Revista Forense*, v. 278, abr./jun. 1982, p. 145

⁵³⁷ Cf. Luis Felipe Spinelli, “Conflito de interesses na administração da sociedade anônima: respeito à regra procedimental e inversão do ônus da prova”, p. 523.

⁵³⁸ Cf. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “Conflito de interesses”. In: *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: RT, s/d, p. 32; J. C. Sampaio de Lacerda, *Comentários à Lei das S/A*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 197; e Pontes de Miranda, *Tratado de direito privado*, t. 50, 3ª ed., § 5.332. São Paulo: RT, 1984, p. 403.

⁵³⁹ Cf. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, “O conflito de interesses do administrador na incorporação de controlada”. In: *Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre*

A regra de impedimento de conflito de interesses estabelecida pelo art. 156 da lei societária não impede que o administrador participe, como representante da companhia, em negócio que envolve interesse seu, desde que tal negócio seja também de interesse da companhia (condições razoáveis e equitativas). Não há impedimento de voto e a regra de conflito é material: a mera existência de interesse pessoal no negócio não impede a sua participação no negócio e o eventual conflito deve ser verificado posteriormente.⁵⁴⁰

Estando envolvido interesse seu, deve ser seguido o procedimento previsto no *caput* do art. 156: o administrador deve cientificar os demais da existência do seu interesse, consignando em ata a natureza e a extensão desse interesse. Além disso, as condições do negócio devem ser razoáveis e equitativas, iguais às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros, sob pena de o negócio ser anulável e o administrador ser obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido (art. 156, § 2º), além de responder pelos prejuízos causados à sociedade. O administrador que obedece ao procedimento previsto pelo art. 156 tem a seu favor a presunção (relativa) de que cumpriu seu dever de lealdade e, conseqüentemente, é do autor da ação de responsabilidade o ônus de provar que o negócio causou prejuízo à companhia. De outro lado, não tendo sido obedecido o procedimento previsto no art. 156 (isto é, não tendo o administrador informado os demais a respeito do envolvimento de interesse seu na transação), é do administrador o encargo de provar que, a despeito de o negócio ter sido celebrado em benefício de seu interesse pessoal, foi razoável e praticado em condições de mercado, e que, conseqüentemente, não prejudicou a sociedade.⁵⁴¹

A única consequência prática para o descumprimento do procedimento estabelecido no *caput* do art. 156 da LSA é, portanto, a *inversão do ônus da prova*: presume-se que o administrador quebrou seu dever de lealdade. De duas, uma: ou (i) o administrador não declarou o conflito de interesses e cabe ao autor da demanda comprovar o conflito, mas é daquele o ônus de comprovar a razoabilidade e a equitatividade do

conflito de interesse). São Paulo: Malheiros, 2014, p. 239; e Marcelo von Adamek, *Responsabilidade civil...*, n. 3.2.1.4, p. 165 e 166.

⁵⁴⁰ Cf. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “Conflito de interesses”, p. 32; e Nelson Eizirik, *A Lei das S/A...*, v. 2, p. 381.

⁵⁴¹ Cf. Luis Felipe Spinelli, “Conflito de interesses na administração da sociedade anônima: respeito à regra procedimental e inversão do ônus da prova”, p. 523-257. De modo semelhante, também sustentando a inversão do ônus da prova no caso concreto, mas com algumas diferenças de pensamento, Fábio Konder Comparato, “Compra e venda de ações...”, p. 145; Alexandre Couto Silva, *Responsabilidade dos administradores de S/A*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, n. 2.5.1.5, p. 49 e 50; Julio Barreto, *O conflito de interesses entre a companhia e seus administradores*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 240-244.

negócio; ou (ii) o administrador declarou o conflito e, assim, o ônus da prova a respeito da ausência de razoabilidade e equitatividade do negócio é do autor da ação.

Essa interpretação também se alinha ao entendimento doutrinário majoritário, que sustenta que na hipótese prevista pelo art. 158, II da Lei das S/A (responsabilidade por violação da lei ou do estatuto) a culpa do administrador é presumida.

Com efeito, na responsabilidade do administrador por dolo ou culpa (art. 158, I), a doutrina unânime entende que se trata de responsabilidade subjetiva (pois o dispositivo legal usa a expressão “com culpa ou dolo”). Considera-se, por isso, que é ônus do autor da demanda comprovar a culpa do administrador.

Já na responsabilidade por violação da lei ou do estatuto, correntes minoritárias entendem tratar-se de responsabilidade objetiva⁵⁴² e subjetiva⁵⁴³, ao passo que a majoritária sustenta ser caso de culpa presumida. No último caso, há *inversão do ônus da prova*: cabe ao administrador comprovar a licitude da sua conduta.⁵⁴⁴ Há também quem defenda que o ônus da prova pode variar nas situações regradas pelos incisos I e II do art. 158, dependendo da natureza da obrigação descumprida: se de *resultado*, o administrador obrigou-se à obtenção de um resultado, de modo que, comprovado o não atingimento do resultado, cabe ao administrador o ônus de comprovar que o inadimplemento não lhe pode ser imputado em razão de alguma causa excludente; se de *meio*, é do autor da ação o ônus

⁵⁴² Cf. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. III, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 442; e “Responsabilidade civil de administradores e de acionistas controladores perante a Lei das S/A”. *Revista dos Tribunais*, n. 699, jan. 1994, p. 37.

⁵⁴³ Cf. Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de direito comercial*, v. 2, 11ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 252.

⁵⁴⁴ Cf. José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, “Responsabilidade civil do diretor de S.A.”. In: *A Lei das S.A.*, v. II, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 405; Trajano de Miranda Valverde, *Sociedades por ações*, v. II, 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953, n. 633, p. 318 e 319; J. C. Sampaio de Lacerda, *Comentários à Lei...*, p. 206; Oscar Barreto Filho, “Medidas judiciais...”, p. 17; Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “A responsabilidade da sociedade...”, p. 303; Nelson Eizirik, *A Lei das S/A...*, v. II, p. 404 e “Responsabilidade civil...”, p. 104 e 105; Paulo Salvador Frontini, “Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações”. *RDM*, n. 26, 1977, p. 45 e 46; José Alexandre Tavares Guerreiro, “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”. *RDM*, n. 42, abr./jun. 1981, p. 80; Jorge Lobo, *Direitos dos acionistas*, n. 277.2.1.2 e 277.2.1.3.3, p. 316 e 317; Luiz Antonio de Sampaio Campos. *Direito das companhias* (coords. José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho), v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.207-1.209; Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, *O conselho de administração na sociedade anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, n. 27.4, p. 70; José Edwaldo Tavares Borba, *Direito societário*, n. 164, p. 424; Norma Jonssen Parente, “Limites da responsabilidade dos administradores pela indenização de prejuízos”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 31, jan./mar. 2006, p. 33; e Ana Carolina Rodrigues, “A responsabilidade civil...”, p. 13. V. ainda, com ampla indicação de bibliografia, Marcelo von Adamek, *Responsabilidade civil...*, n. 5.2.3, p. 216; e Luis Felipe Spinelli, *O conflito de interesses...*, n. 3.2.4, p. 280, nota 275.

de comprovar a conduta ilícita do administrador, isto é, que este descumpriu algum dever que lhe era imposto (dever de diligência, por exemplo).⁵⁴⁵

Antes mesmo do Código de Processo Civil de 2015, portanto, já se defendia a inversão do ônus da prova em processos envolvendo algumas disputas societárias e de mercado de capitais, e agora, com a regra geral estabelecida pelo art. 373, § 1º do CPC, essas possibilidades podem aumentar.

Esses litígios são, de fato, um terreno fértil para a aplicação da dinamização do ônus de provar. Mas há que se ter cuidado. Trata-se de medida excepcional, que não pode ser feita indiscriminadamente e que não pode servir para compensar a inércia ou inatividade processual da parte a quem cabe tal ônus. A sua aplicação é restrita, e só deve ocorrer quando uma das partes, pelas peculiaridades da relação material, não tem condições de produzir a prova, e a outra se encontra em posição privilegiada para produzir a prova contrária.

Um exemplo de emprego indiscriminado – e, portanto, incorreto – de inversão do ônus da prova é verificado em litígios envolvendo fundos de investimento. Um estudo realizado pela Clínica de Mercado de Capitais da Fundação Getúlio Vargas (FGV-Rio) apontou que, de uma amostra de 89 (oitenta e nove) decisões de tribunais estaduais e do Superior Tribunal de Justiça sobre fundos de investimento, 76 (setenta e seis) delas – ou seja, 85% (oitenta e cinco por cento) – aplicaram o CDC. O principal fundamento invocado foi o de que os fundos estariam abarcados no conceito de serviço bancário, de acordo com o art. 3º, § 1º do CDC.⁵⁴⁶ Essa aplicação é questionável, porque não há, a rigor, relação de consumo entre o fundo de investimento e o seu cotista.⁵⁴⁷ Algumas dessas decisões,

⁵⁴⁵ Cf. Marcelo von Adamek, *Responsabilidade civil...*, n. 5.2.4, p. 221-225; e Marcelo Barbosa Sacramone, *Administradores de sociedades anônimas*. São Paulo: Almedina, 2015, n. 2.5.4, p. 213-217. De acordo com esses autores, a razão de ser da diferença entre as hipóteses traçadas nos incisos I e II do art. 158 consistiria em que (i) na primeira hipótese, tanto o administrador como a sociedades respondem perante terceiros (ressalvado o direito de regresso da sociedade contra o administrador), pois se trata de ato ilícito praticado dentro das atribuições ou poderes do administrador; e (ii) na segunda hipótese, em princípio, apenas o administrador responderia perante terceiros, pois atos praticados fora das atribuições e poderes do administrador não vinculam a sociedade perante terceiros, especialmente nas sociedades anônimas, que se sujeitam a um regime de ampla publicidade.

⁵⁴⁶ Em nenhum desses casos a regulação da Comissão de Valores Mobiliários relativa aos fundos de investimento foi citada ou levada em consideração (<https://capitalaberto.com.br/temas/cotista-consumidor/#.V26tuLgrKUm>; consultado em 25.6.16).

⁵⁴⁷ Em sentido similar, Aline de Menezes Santos defende a impossibilidade de aplicação do Código de Defesa do Consumidor para responsabilizar os ofertantes e as instituições intermediárias de uma oferta pública de valores mobiliários (cf. “Responsabilidade administrativa...”, p. 240-242).

contudo, inverteram o ônus da prova, com fundamento no art. 6º, VIII do CDC, o que é incorreto, pois inexistente relação de consumo nessa situação.

Da mesma forma, há doutrina que defendeu a inversão do ônus da prova na ação civil pública movida com base no art. 7.913/89, ao argumento de que se aplica o CDC na relação entretida entre a companhia de capital aberto e seus acionistas e investidores, ao argumento de que estes “se inserem na categoria de consumidores (de ações)”.⁵⁴⁸ Outro prestigioso autor também equiparou o investidor do mercado de capitais ao consumidor, para o fim de responsabilizar a companhia emissora de ações em razão de falhas informacionais.⁵⁴⁹

Apesar desse entendimento – que decorre, em boa medida, de constar da Exposição de Motivos da Lei 7.913/89 que “a crescente pulverização das participações acionárias no mercado de valores mobiliários possibilitou a criação de um tipo especial de consumidor” –, a premissa é equivocada, na medida em que não há relação de consumo entre uma sociedade e seus acionistas, nem mesmo sendo a companhia de capital aberto. De toda forma, agora, com o regime instituído pelo Código de Processo Civil de 2015, é possível que haja tal inversão sem que se tenha que recorrer ao CDC.

A atribuição do ônus da prova a sujeito diverso do que determina a regra geral da lei só é cabível quando especificidades da relação de direito material mostrarem que “não é racional exigir a prova do fato constitutivo, mas sim exigir a prova de que o fato constitutivo não existe”.⁵⁵⁰ Ou seja, quando a prova é impossível ou de difícil produção pela parte a quem a lei atribui o ônus, mas é viável ao seu adversário demonstrar a sua inexistência. Essa pode ser a hipótese que se aplica a muitos ilícitos de mercado.

20. Especialização e juízos empresariais

Poucos anos após a entrada em vigor da Lei das S/A, Oscar Barreto Filho afirmou que os novos direitos que aquela lei assegurou aos acionistas e investidores não recebiam

⁵⁴⁸ Cf. Camilo Zufelato, “Tutela jurisdicional...”, p. 206; e Rodolfo de Camargo Mancuso, “Ação civil pública...”, p. 33.

⁵⁴⁹ Cf. Arnoldo Wald, “Considerações sobre...”, p. 50.

⁵⁵⁰ Cf. Luiz Guilherme Marinoni e Sérgio Cruz Arenhart, *Comentários ao Código...*, p. 249.

uma tutela adequada, em alguma medida por conta da ausência de juízes especializados em matéria empresarial.⁵⁵¹

O tempo passou e, mais de duas décadas depois, continuou a se dizer que, além de lento, o Judiciário brasileiro “não conta com grande número de varas especializadas em assuntos empresariais e especialmente assuntos societários”, o que gera insegurança e contribui “para reduzir o valor das companhias listadas”.⁵⁵² Hoje, quarenta anos após a promulgação da Lei das S/A, a doutrina segue sustentando que a falta de promotores e tribunais especializados em litígios envolvendo valores mobiliários é um dos fatores que barram o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.⁵⁵³

A falta de especialização no trato da matéria, portanto, sempre foi e continua a ser invocada como um entrave ao desenvolvimento de um sistema efetivo de cumprimento forçado de normas nesse âmbito.⁵⁵⁴ Um judiciário honesto, especializado e célere é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais de um dado país.⁵⁵⁵

⁵⁵¹ Cf. “Medidas judiciais...”, p. 14.

⁵⁵² Cf. Maria Helena Santana, “O Novo Mercado...”, p. 14.

⁵⁵³ Cf. Érica Gorga, “A cultura brasileira...”, p. 320.

⁵⁵⁴ Cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, “Legal protection...”, p. 178; Eduardo Secchi Munhoz, *Alienação de controle...*, p. 89; e Erik Oioli e José Afonso Frederico Leirião, “Os empecilhos...”, p. 191; Paulo Cezar Aragão, “A CVM em juízo...”, p. 40-42; Mayara Gasparoto Tonin e Mayara Roth Isfer, “Apontamentos sobre...”, p. 280. Eugenio Cárdenas afirma que o Brasil vem atendendo a vários dos requisitos que entende necessários para um sistema adequado de *enforcement* público, mas que faltam esforços no campo do *enforcement* privado. E a principal barreira a ser transposta, segundo esse autor, é a falta de juízes especializados, o que desestimula os agentes de mercado a procurarem o Judiciário (cf. “Globalization of securities enforcement: a shift toward enhanced regulatory intensity in Brazil’s capital market?”. *Brooklyn Journal of International Law*, v. 37. 2012, p. 838). Em texto escrito em 2000, Bernard Black analisou a realidade do mercado de valores mobiliários brasileiro, fazendo considerações a respeito de fatores essenciais para um mercado evoluído e maduro. Uma das características apontadas é a existência de um Judiciário honesto, célere e apto a julgar controvérsias complexas. A sua conclusão é de que as cortes brasileiras são honestas, mas não sofisticadas, isto é, inaptas a julgarem controvérsias de grande complexidade. À época, inexistiam cortes especializadas em direito empresarial, o que o levou a recomendar a sua criação nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro (cf. “Strengthening Brazil’s securities markets”. *RDM*, 120, out./dez. 2000, p. 17). Para uma análise das cortes empresariais especializadas norte-americanas, cf. Mitchell L. Bach e Lee Applebaum, “A history of the creation and jurisdiction of business courts in the last decade”. *The Business Lawyer*, v. 60, nov. 2004, p. 147-275.

⁵⁵⁵ Cf. Gu Weixia, “Securities arbitration...”, p. 297; e Bernard Black, “The core institutions...”, p. 1.577 e 1.583. Por isso é que o economista Nilson Teixeira afirmou que uma das medidas que levarão ao fortalecimento do mercado de capitais brasileiro é o aumento do nível de informação entre os membros do Poder Judiciário a respeito do papel que o mercado de capitais desempenha no desenvolvimento econômico do país. E exemplificou: “A disseminação entre os magistrados da importância da obediência ao direito dos credores na ampliação do crédito na economia é crucial para a melhora do ambiente de negócios no país” (cf. “O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (coords. Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005, p. 115.

Na China, que passou a admitir ações de iniciativa privada no mercado de capitais apenas a partir de 2002, após uma onda de escândalos de fraudes corporativas, é um pré-requisito de admissão dessas ações a existência de prévia condenação criminal ou sanção administrativa pelo órgão regulador do mercado de capitais. O racional por trás da exigência está no entendimento de que as cortes judiciais não têm a expertise necessária para julgar tais controvérsias, sendo por isso preferível que sejam apreciadas previamente por órgãos mais especializados, como o regulador.⁵⁵⁶

É possível notar um movimento do Judiciário brasileiro rumo à especialização em matéria empresarial. Alguns tribunais estaduais contam, já há alguns anos, com câmaras e/ou varas especializadas em controvérsias dessa matéria, como é o caso das Varas Empresariais da Comarca do Rio de Janeiro e das Câmaras Reservadas de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo.

Em 2.2.11, o Tribunal de Justiça de São Paulo editou a Resolução 538/2011, instituindo uma Câmara Reservada de Direito Empresarial, responsável por julgar, em segundo grau de jurisdição, demandas e recursos derivados de litígios empresariais.⁵⁵⁷ Posteriormente, em 9 de novembro de 2011, o Tribunal editou a Resolução 558/11, que unificou a competência daquela câmara à da Câmara Reservada à Falência e Recuperação Judicial, resultando nas 1ª e 2ª Câmaras Reservadas de Direito Empresarial. Desde então, melhorou sensivelmente a prestação jurisdicional em matéria empresarial no Estado de São Paulo.⁵⁵⁸

Mas era necessário verticalizar essa competência, a fim de que se instalassem também juízos de primeiro grau especializados na matéria. Chegamos a defender, em razão disso, ser o momento de avançar e criar não só órgãos recursais como também órgãos de 1ª

⁵⁵⁶ Cf. Robin Hui Huang, “Private enforcement...”, p. 758 e 762.

⁵⁵⁷ Mais detalhadamente, de acordo com o art. 1º desse ato normativo, a Câmara Reservada de Direito Empresarial passou a ter “competência para as ações, principais, acessórias e conexas, relativas à matéria prevista no Livro II, Parte Especial do Código Civil (artigos 966 a 1.195) e na Lei n. 6.404/76 (Sociedades Anônimas), bem como a propriedade industrial e concorrência desleal, tratadas especialmente na Lei n. 9.279/96, e a franquia (Lei n. 8.955/94)”.

⁵⁵⁸ Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira e Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, “O Judiciário e os litígios empresariais: a bem-sucedida experiência do Tribunal de Justiça de São Paulo”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 65, jul./set. 2014, p. 55.

instância especializados. A medida, dissemos, poderia ter seu início na capital e ser replicada, posteriormente e aos poucos, aos demais grandes centros do Estado.⁵⁵⁹

O Tribunal de Justiça de São Paulo também editou a Resolução 200/2005, criando na Comarca da Capital varas especializadas em recuperação judicial e falências, às quais foi, em 2015, acrescida competência para julgar também conflitos relacionados à arbitragem (Resolução 709/15).

Em sessão ocorrida em 14 de dezembro de 2016, o Órgão Especial do Tribunal de Justiça de São Paulo editou uma resolução criando varas empresariais. Essa resolução converteu a 55^a, a 56^a e a 57^a Varas Cíveis do Foro Central da Capital em Varas Empresariais e de Conflitos Relacionados à Arbitragem, com competência para apreciar matérias previstas no Livro II, Parte Especial do Código Civil e na Lei das S/A, litígios envolvendo propriedade industrial e concorrência desleal, bem como conflitos relacionados à arbitragem. A competência para julgar esses últimos conflitos, com isso, passou a ser das Varas Empresariais, e deixou de ser das Varas de Falências e Recuperações Judiciais. As últimas continuam a existir, mas voltaram a ter competência para julgar apenas controvérsias relacionadas a falência e recuperação judicial.

Essa medida verticalizou a competência para apreciação de litígios empresariais,⁵⁶⁰ e deve ser aplaudida e replicada para outros Estados do país.

A defesa ora feita não significa que a instalação de juízos empresariais deva ser tomada cegamente. A introdução de órgãos e procedimentos especializados pode gerar dúvidas sobre competência, especialmente em áreas fronteiriças do direito, acarretando insegurança jurídica. A proliferação de juízos especializados em diferentes matérias do direito pode ter o efeito reverso e representar uma barreira ao acesso à justiça. A especialização em excesso também pode fazer com que o juiz desenvolva uma visão estreita, que não dialoga com outras áreas do direito e distanciada de outros setores econômicos.⁵⁶¹

⁵⁵⁹ Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, Rodrigo Rocha Monteiro de Castro e José Romeu Amaral Jr., “Varas empresariais?” (Tendências/Debates). *Folha de São Paulo*, 23.7.13.

⁵⁶⁰ Em segundo grau de jurisdição, as Câmaras Reservadas julgam litígios que envolvem direito empresarial (inclusive falência e recuperação judicial), *mas não julgam litígios relacionados a arbitragem*. Essa competência deve ser estendida também às Câmaras Reservadas de Direito Empresarial, a fim de que haja integral sobreposição de competências.

⁵⁶¹ Cf. Mauro Cappelletti e Bryan Garth, *Acesso à justiça*, p. 163.

Existe também uma fundada preocupação com o engessamento da jurisprudência, que pode decorrer da concentração do poder decisório em um número reduzido de julgadores. Em São Paulo, por exemplo, as duas câmaras especializadas em direito empresarial são compostas por 11 (onze) magistrados,⁵⁶² o que permite que haja dissenso entre eles e, assim, dinamismo na formação da jurisprudência. Já o número de varas empresariais criadas na Comarca de São Paulo inspira alguma preocupação, pois a existência de apenas 3 (três) varas parece ser muito pouco para julgar todas as controvérsias de matéria empresarial da comarca, ainda que cada uma dessas varas venha a ser ocupada por 2 (dois) magistrados.

Outra preocupação diz respeito à formação dos magistrados que ocupam esses juízos. Devem ser escolhidos, preferencialmente, juízes que tenham especialização na matéria, se possível com vivência acadêmica. Além disso, é fundamental que haja estabilidade dos julgadores nesses juízos, na medida em que boa parte da especialização decorre da própria atividade como juiz. Deve ser evitado o rodízio de julgadores, por prazos curtos. O ideal é que esses magistrados tenham estabilidade nessas varas, por pelo menos alguns anos.

20.1. A CVM e as associações civis como *amicus curiae*

Uma forma de suprir a falta de especialização do Judiciário é a atuação da CVM como *amicus curiae* em processos envolvendo litígios de mercado de capitais. Essa intervenção é prevista pelo art. 31 da Lei 6.385/76, com a redação que lhe deu a Lei 6.618/78.

Esse dispositivo – que para parte da doutrina foi o primeiro a prever a figura do amigo da corte no direito brasileiro⁵⁶³ – impõe ao julgador o dever⁵⁶⁴ de intimar a CVM em

⁵⁶² <http://www.tjsp.jus.br/Download/SiteDema/GrupoCamarasReservadasDireitoEmpresarial.pdf> (consultado em 26.12.16).

⁵⁶³ Embora Fredie Didier Jr. e Marcus Seixas Souza defendam que a primeira previsão de tal figura no ordenamento brasileiro tenha ocorrido no Decreto Imperial 2.684, de 23.10.1885, que viria a ser posteriormente regulado pelo Decreto 6.142, de 10.3.1876 (cf. “Formação do precedente e *amicus curiae* no direito imperial brasileiro: o interessante Dec. 6.142/1879”. *Revista de Processo*, n. 220, jun. 2013, p. 413).

⁵⁶⁴ Cf. Daniela Peretti D’Ávila, *A atuação da Comissão de Valores Mobiliários como amicus curiae nos processos judiciais que envolvem o mercado de capitais*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 55-60.

“processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída” na sua competência, para que, querendo,⁵⁶⁵ ofereça parecer ou preste esclarecimentos.

A lógica por trás da regra é clara: em razão das especificidades dos litígios relativos ao direito do mercado de capitais, a autarquia deve ser chamada a prestar subsídios (de fato ou de direito)⁵⁶⁶ e, assim, contribuir com sua visão sobre o assunto, a fim de que o magistrado tenha melhores condições de decidir a controvérsia.⁵⁶⁷⁻⁵⁶⁸

Embora a figura do *amicus curiae* fosse prevista na legislação especial (na Lei 6.385/76 e em outras leis), o Código de Processo Civil vigente inovou e estabeleceu a sua aplicação de maneira atípica e generalizada, ao arrolar o instituto como uma modalidade de intervenção de terceiros.⁵⁶⁹ O seu art. 138 dispõe que, considerando a relevância da matéria, a especificidade do tema objeto da demanda ou a repercussão social da controvérsia, o magistrado poderá, por decisão irrecorrível, de ofício ou a requerimento das partes ou de sujeito interessado, solicitar ou admitir a participação de pessoa, órgão ou entidade, com representatividade adequada, no prazo de quinze dias de sua intimação. A decisão que admite o *amicus curiae* é irrecorrível e cabe ao magistrado definir os poderes do interveniente, isto é, fixar as possibilidades e os limites da sua participação no processo.⁵⁷⁰

⁵⁶⁵ “É importante observar que a obrigatoriedade prevista em lei refere-se exclusivamente à intimação da CVM, e não à efetiva participação da autarquia – tanto é que o caput do art. 31 estabelece que a autarquia seja intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos. Ou seja, regularmente intimada, admite-se que a CVM, ao analisar o caso concreto, conclua não estar diante de matéria de sua competência ou, ainda, que a intervenção não se justifica” (cf. Ademar Vidal Neto, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Laura Patella e Gabriela Codorniz). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 665).

⁵⁶⁶ Cf. Eduardo Talamini, *Breves comentários ao novo Código de Processo Civil* (coords. Teresa Arruda Alvim Wambier, Fredie Didier Jr., Eduardo Talamini e Bruno Dantas). São Paulo: RT, 2015, p. 439.

⁵⁶⁷ Em tais processos a CVM atua como “intérprete do mercado de capitais” (cf. César Augusto Di Natale Nobre, “*Amicus curiae*: uma abordagem processual da figura no âmbito da CVM e do CADE”. *Revista Dialética de Direito Processual*, n. 132, mar. 2014, p. 37), traduzindo 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” (cf. Osvaldo Hamilton Tavares, “A CVM como ‘amicus curiae’”. *Revista dos Tribunais*, v. 690, abr. 1993, p. 287).

⁵⁶⁸ Para um interessante levantamento empírico sobre os processos em que a CVM interveio como *amicus curiae*, v. Daniela Peretti D’Ávila, *A atuação da Comissão...*, p. 79-88.

⁵⁶⁹ Cf. Renato Beneduzi, *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. II (coords. Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Cruz Arenhart e Daniel Mitidiero). São Paulo: RT, 2016, p. 270.

⁵⁷⁰ Cf. Cássio Scarpinella Bueno, *Novo Código de Processo Civil anotado*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 136.

Diante dessa previsão, é viável que, além da própria CVM, se manifestem no processo outros entes especializados na matéria, desde que gozem de *representatividade adequada*, por expressa disposição do *caput* do art. 138 do CPC. Isso significa que o amigo da corte deve ter amplo conhecimento da matéria em questão e, no caso das pessoas jurídicas, finalidade estatutária relacionada com o objeto do processo (pertinência temática).⁵⁷¹

É possível, assim, que se manifestem associações civis como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, a Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA e outros entes que tenham interesse institucional relacionado ao objeto litigioso do processo. É possível, inclusive, a intervenção de mais de um deles no mesmo processo, seja em defesa do mesmo polo, seja em defesa de polos diversos.

A intervenção da CVM deve ser imparcial, mas nada impede que uma associação, uma entidade de classe ou algum dos entes referidos no parágrafo anterior intervenham (inclusive espontaneamente) em favor de uma das partes. A atuação do amigo da corte não deve ser necessariamente desinteressada. A sua intervenção pode ocorrer tanto interessadamente, com a finalidade de contribuir para a vitória de uma das partes, como desinteressadamente, unicamente para conferir subsídios para o julgamento da causa.⁵⁷² Daí se dizer que as regras sobre impedimento e suspeição não se aplicam ao instituto.⁵⁷³

A atuação do regulador e de associações civis como amigo da corte em processos envolvendo temas que são relacionados às suas funções institucionais é uma forma interessante de mesclar aspectos públicos e privados no cumprimento da legislação. É com esse espírito que John Coffee Jr. sugeriu que, para afastar os conflitos de interesses e o risco de colusão que existe na celebração de acordos em ações coletivas envolvendo temas

⁵⁷¹ Cf. Pedro Silva Dinamarco, *Código de Processo Civil anotado* (coords. José Rogério Cruz e Tucci, Manoel Caetano Ferreira Filho, Ricardo de Carvalho Aprigliano, Rogéria Fagundes Dotti e Sandro Gilbert Martins). São Paulo: AASP, 2015, p. 240.

⁵⁷² Cf. Eduardo Talamini, *Breves comentários...*, p. 442.

⁵⁷³ Cf. Renato Beneduzi, *Comentários ao Código...*, p. 271.

de mercado de capitais nos Estados Unidos,⁵⁷⁴ o regulador atuasse como uma espécie de conselheiro e supervisor em tais acordos, sugerindo a figura do *amicus curiae*.⁵⁷⁵

O art. 31 da Lei 6.385/76 alude à intervenção da CVM apenas em processos judiciais, o que em princípio afastaria a sua aplicação em arbitragens. Mas essa não é a melhor interpretação. Aquele dispositivo não faz menção a processos arbitrais porque quando editado ainda não havia uma prática arbitral como existe hoje. As mesmas razões que justificam a intimação da CVM para que se manifeste em processos judiciais impõem a sua intimação para que, querendo, manifeste-se em uma arbitragem. Devem apenas ser feitas adaptações do dispositivo à realidade do processo arbitral, como, por exemplo, a eventual previsão de não cabimento de recursos na arbitragem, o que deve prevalecer frente à legitimidade recursal autônoma atribuída à CVM pelo § 1º do art. 31.⁵⁷⁶ Por isso, se a lei determina que a intimação da CVM é obrigatória, ela deve ser realizada também em arbitragens que envolvam matérias de sua competência.

Já se defendeu que a intervenção da CVM como *amicus curiae* desloca a competência para a Justiça Federal, uma vez que o ente é uma autarquia federal.⁵⁷⁷ Essa posição é questionável sob o ponto de vista da técnica, porque o amigo da corte não intervém como parte, em defesa de posição jurídica sua.⁵⁷⁸ Mas é questionável também sob a ótica da conveniência, na medida em que apenas nas Justiças Estaduais é que há varas e câmaras empresariais. De toda forma, com a superveniência do Código de Processo Civil de 2015, não há mais dúvida de que não deve haver deslocamento da competência, por conta do disposto no § 1º do art. 138.

Embora haja manifestações de que a lei deveria ter atribuído um papel mais ativo à CVM em demandas judiciais, que não apenas a sua atuação como *amicus curiae*,⁵⁷⁹ a participação da autarquia e de associações e outros entes civis nessa qualidade, em

⁵⁷⁴ Porque os advogados tendem a celebrar acordos em valores mais baixos dos que poderiam resultar de uma condenação judicial.

⁵⁷⁵ Cf. *Entrepreneurial litigation...*, p. 224 e 234.

⁵⁷⁶ Ademar Vidal Neto, *Comentários à Lei...*, p. 675 e 676.

⁵⁷⁷ Cf. César Augusto Di Natale Nobre, “*Amicus curiae...*”, p. 39-42.

⁵⁷⁸ Cf. Camilo Zufelato, “*Tutela jurisdicional coletiva...*”, p. 202 e Eduardo Cândia, “*Tutela jurisdicional coletiva...*”, p. 118. De acordo com levantamento realizado por Daniela Peretti D’Ávila, a questão é controversa, na doutrina e na jurisprudência (cf. *A atuação da Comissão...*, p. 67-69).

⁵⁷⁹ Cf. Paulo Cezar Aragão, “*Aspectos processuais...*”, p. 70.

processos judiciais e arbitrais, é uma importante ferramenta para que sejam supridas deficiências com a falta de especialização. Deve ser, por isso, estimulada.

CAPÍTULO III – A SAÍDA CONTRATUAL: O HORIZONTE ABERTO PELA CLÁUSULA GERAL DE CONVENÇÃO PROCESSUAL

21. A cláusula geral de convenção processual (CPC, art. 190)

Como se procurou demonstrar até aqui, deficiências da legislação processual civil são, em alguma medida que é difícil precisar com exatidão, responsáveis pelo quadro de pouca efetividade do sistema brasileiro de cumprimento forçado da legislação do mercado de capitais, especialmente no que diz respeito à tutela indenizatória.

Algumas dessas deficiências podem ser solucionadas por modificações de interpretação do texto legal vigente. Outras exigem reforma da lei.

Dentro do primeiro grupo podem ser mencionados os entendimentos propostos neste trabalho de que (i) para a ação de responsabilidade contra o acionista controlador aplica-se o regime do art. 246 da Lei das S/A e, conseqüentemente, é possível que o acionista minoritário atue como substituto processual da sociedade também nessa demanda (item 12.1); (ii) as ações contra o acionista controlador e a sociedade controladora não se sujeitam ao regime do art. 159 da Lei das S/A e, em razão disso, independem de prévia deliberação da assembleia geral (item 12.1); e (iii) inexistente qualquer óbice, ao menos sob o ponto de vista processual, para que o acionista ajuíze ação direta contra a companhia (item 13).

Outro exemplo é a compreensão de que a CVM tem legitimidade para propor a ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89. Apesar de haver manifestações doutrinárias em sentido contrário, a melhor interpretação é a que reconhece a legitimidade da autarquia⁵⁸⁰ (item 14.1.3). Ainda nesse primeiro grupo, é possível citar disposições que restringem o acesso à justiça e que podem ser qualificadas como inconstitucionais, como a exigência de caução contida no art. 246, I, “b” da Lei das S/A (item 12.3). Estes são apenas alguns exemplos de soluções interpretativas propostas ao longo da pesquisa.

⁵⁸⁰ Questão diversa, porém, é se é *desejável* que ela a exerça. Como defendemos neste trabalho, a tutela indenizatória deve ser buscada precipuamente pelo próprio interessado, e a CVM não deve atuar, assim, como um substituto do particular. A CVM deve empregar essa legitimidade em situações excepcionais, em que estiver presente grande relevância social.

No segundo grupo, de soluções que dependem de reforma legislativa, podem ser citadas as limitações à celebração de transação em processos coletivos, que dificultam e desestimulam a celebração em tais processos (item 14.5). Outro exemplo é a necessidade de redução dos quóruns previstos nos arts. 159, § 4º e 246, § 1º, “a” da Lei das S/A, e de alteração do art. 291 da mesma lei, a fim de que se permita que a CVM diminua os quóruns para a propositura daquelas ações com o emprego de outros critérios que não apenas o valor do capital social (item 12.2).

Essas e muitas outras leituras defendidas no Capítulo II alinham-se à postura valorativa que move este estudo, de facilitação do acesso à justiça na esfera do mercado de capitais brasileiro. Mas, para além dessas duas possibilidades, há um campo profícuo para problemas que, embora aparentem só serem passíveis de solução por modificação da lei, podem ser resolvidos por meio de *convenções processuais* coletivas.

As convenções processuais são negócios jurídicos mediante os quais, antes ou durante o processo,⁵⁸¹ as partes acordam alterar o procedimento ou criar, modificar ou extinguir situações jurídicas processuais.⁵⁸²

Esses pactos sempre foram admitidos em nosso direito,⁵⁸³ como é o caso, para citar alguns exemplos do CPC/1973, dos acordos sobre dispensa de audiência de conciliação, eleição de foro e suspensão do processo, das convenções sobre prazos dilatatórios, distribuição do ônus da prova, adiamento de julgamento em segundo grau e sobre apresentação de alegações finais, entre outros. Mas o Código de Processo Civil de 2015 intensificou a sua presença no ordenamento, ao aumentar as hipóteses de negócios

⁵⁸¹ Esses negócios podem ser celebrados já no curso do processo. Mas a prática mostra que é improvável se alcançar o consenso entre partes já litigantes, mesmo sobre questões que podem beneficiar os dois lados. É o que ocorre com a arbitragem: no mais das vezes, a convenção arbitral que dá origem ao processo é a cláusula compromissória, e não o termo de compromisso.

⁵⁸² “Convenção (ou acordo) processual é o negócio jurídico plurilateral, pelo qual as partes, antes ou durante o processo e sem a necessidade de intermediação de nenhum outro sujeito, determinam a criação, modificação e extinção de situações jurídicas processuais, ou alteram o procedimento” (cf. Antonio do Passo Cabral, *Convenções processuais*, n. 1.3.5, p. 68).

⁵⁸³ Cf. José Carlos Barbosa Moreira, “Convenções das partes ...”, p. 182; Rogério Lauria Tucci “Negócio jurídico...”, p. 192; Hélio Tornaghi, *Comentários ao Código...*, p. 14 e 15; Egas Moniz de Aragão, *Comentários ao Código...*, p. 22-25; Pontes de Miranda, *Comentários ao Código...*, p. 73; Flávio Luiz Yarshell, “Convenção das partes em matéria processual: rumo a uma nova era?”, p. 75 e 76, e “Convenção das partes em matéria processual no Novo CPC”, p. 89 e 90; José Rogério Cruz e Tucci, “Natureza e objeto...”, p. 27; Leonardo Carneiro da Cunha, “Negócios jurídicos...”, p. 54 e 55; Marcelo Pacheco Machado, *Código de Processo...*, p. 335; e *Breves comentários...*, p. 592..

processuais típicos e, sobretudo, estabelecer uma *cláusula geral* de convenção processual,⁵⁸⁴ que permite a celebração de negócios atípicos.

O art. 190 do CPC, com efeito, dispõe que, “versando o processo sobre direitos que admitam autocomposição, é lícito às partes plenamente capazes estipular mudanças no procedimento para ajustá-lo às especificidades da causa e convencionar sobre os seus ônus, poderes, faculdades e deveres processuais, antes ou durante o processo”. Por sua vez, o art. 191 prevê o chamado calendário processual, por meio do qual o juiz e as partes podem “fixar calendário para a prática dos atos processuais”.

O regime é completado pelas regras que promovem a autocomposição (art. 3º, § 3º e art. 139, V), estimulam a cooperação processual (art. 6º) e estipulam a eficácia imediata dos atos e negócios processuais celebrados pelas partes (art. 200). Permite-se, assim, não somente o acordo de procedimento, mas também o pacto sobre aspectos da própria relação processual, como ônus, faculdades e deveres processuais.

Esta tese defende que inúmeros dos pontos de deficiência da legislação processual relacionada à tutela indenizatória no mercado de capitais, abordados no Capítulo II, podem ser mitigados com o emprego desses acordos. Do mesmo modo que se entende que a autorregulação é um arranjo eficiente para lidar com as falhas e riscos inerentes ao mercado de bolsa,⁵⁸⁵ o regramento privado de questões processuais pode ser uma maneira de enfrentar aqueles gargalos.

Diante da passividade estatal, bem como da insegurança e da burocracia envolvidas no processo legislativo, podem ser buscadas “iniciativas extralegis para reavivar nosso mercado de capitais”.⁵⁸⁶ E é com esse espírito que se cogita das convenções processuais como uma alternativa para o quadro de inefetividade do sistema de *enforcement* no mercado de capitais brasileiro.

⁵⁸⁴ Cf. Guilherme Henrique Lage Faria, *Negócios processuais no modelo constitucional de processo*. Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 79; Bruno Garcia Redondo, “Negócios processuais: necessidade de rompimento radical com o sistema do CPC/1973 para a adequada compreensão da inovação do CPC/2015”. *Revista Dialética de Direito Processual*, n. 149, ago. 2015, p. 13; e Marcelo Pacheco Machado, *Breves comentários...*, p. 335. Antes do Código de Processo Civil vigente, a vontade das partes em matéria processual restringia-se ao que a lei autorizava. Agora, esse raciocínio se inverteu: tolera-se tudo ou que for explícita ou implicitamente vedado pela lei processual, o que levou a doutrina a sustentar que as convenções processuais devem ser admitidas em sua máxima amplitude (cf. Fábio Peixinho Gomes Corrêa, “Negócios jurídicos processuais: uma nova fronteira?”. *Revista do Advogado*, n. 136, mai. 2015, p. 77).

⁵⁸⁵ Cf. Luis Felipe Amaral Calabré, *Regulação e autorregulação...*, p. 13.

⁵⁸⁶ Cf. Calixto Salomão Filho, “Direito societário...”, p. 57.

22. Autorregulação processual e a experiência com o Novo Mercado: melhores práticas processuais?

O panorama do mercado de capitais brasileiro no final da década de 1990 era preocupante. Havia poucas sociedades interessadas em abrir capital, número substancial de cancelamentos de registro e aumento da listagem de companhias brasileiras em bolsas de outros países, mediante emissão de títulos no exterior.⁵⁸⁷

Como já exposto no item 16.2, em uma tentativa de dar resposta a esses problemas e alavancar o mercado de capitais do país, a Bovespa⁵⁸⁸ implantou, a partir de dezembro de 2000, os chamados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, segmentos especiais de listagem aos quais as companhias podem voluntariamente aderir. Ao fazê-lo, as sociedades, seus controladores e administradores comprometem-se com melhores práticas de governança corporativa.⁵⁸⁹

As sociedades que se afiliam a esses segmentos implementam em sua estrutura societária normas mais rígidas do que as previstas na legislação,⁵⁹⁰ como, por exemplo, regras que asseguram maior dispersão acionária e maior amplitude das informações prestadas ao mercado. A adesão se dá por meio da assinatura de um *contrato* entre a companhia, seus controladores, administradores e a BM&FBovespa.

A finalidade dos segmentos especiais é criar um ambiente de negociação de ações de companhias comprometidas, voluntariamente, com práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação.⁵⁹¹ Parte-se da premissa de que tais práticas aumentam a segurança e a proteção conferidas aos investidores, o que, por sua vez, leva à valorização das ações e ao aumento do seu volume de negociação.⁵⁹²

⁵⁸⁷ Cf. Angela Rita Franco Donaggio, *Governança corporativa e Novo Mercado: proteção ao investidor e falhas no marco regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012, n. 2.3, p. 51.

⁵⁸⁸ Que posteriormente viria a se fundir com a Bolsa de Mercadorias & Futuros, nascendo a BM&FBovespa.

⁵⁸⁹ Cf. Julya Sotto Mayor Wellisch, Angela Rita Franco Donaggio e Tatiana Flores Serafim, “Desenvolvimento do mercado...”, p. 242-272; Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 2.

⁵⁹⁰ Cf. Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais...*, n. 6.5.5, p. 250; e Alfredo Lazzareschi Neto, “Sigilo nas arbitragens...”, p. 98.

⁵⁹¹ Cf. Angela Rita Franco Donaggio, *Governança corporativa...*, n. 1, p. 27.

⁵⁹² Cf. Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de capitais...*, n. 6.5.5, p. 250.

Solução contratual conduzida pelo órgão regulamentar delegado, o Novo Mercado foi uma tentativa de superar problemas estruturais do ordenamento brasileiro, que não haviam sido resolvidos pelas sucessivas reformas sofridas pela legislação societária desde a sua promulgação. A transformação adveio de uma mudança de paradigma, do institucional para o contratual: paralisadas as instâncias institucionais, sobrou aos particulares implantar modificações pela via negocial.⁵⁹³

Embora seja difícil precisar exatamente em qual proporção, há um razoável consenso entre doutrinadores e agentes de mercado no sentido de que a criação desses segmentos especiais contribuiu para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro,⁵⁹⁴ e que a expansão que este experimentou a partir de meados da década de 2000 deve-se, em boa medida, às reformas implementadas com o Novo Mercado.⁵⁹⁵

A cláusula geral de convenção processual permite a *autorregulação processual*, e pode ser uma ferramenta útil para que sejam superados muitos dos óbices de que se tratou até aqui.

Um dos aspectos mais relevantes da autorregulação é a inversão do princípio da legalidade que rege a regulação estatal: nesta, permite-se ao regulador somente o que está previsto em lei, ao passo em que naquela a lógica é transformada, autorizando-se tudo o que não é vedado em si. A autorregulação, por isso, apresenta um horizonte de perspectivas vasto, diretamente relacionado à criatividade dos agentes privados.⁵⁹⁶

A regulação privada pode apresentar algumas vantagens frente à estatal. Isso porque naquela, diante da proximidade entre o regulador e o mercado regulado, há um

⁵⁹³ Cf. Calixto Salomão Filho, “Direito societário...”, p. 57.

⁵⁹⁴ Cf. Thiago Saddi Tannous, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 368.

⁵⁹⁵ Afirma-se, nesse sentido, que a governança corporativa foi peça-chave no sucesso das operações de abertura de capital ocorridas a partir de 2004 (cf. José Olympio Pereira, “Habemus mercado”. In: *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (orgs. Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrystosomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005, p. 252). Sobre a importância da criação do Novo Mercado como mola propulsora do mercado de capitais brasileiro, v. também José Guimarães Monforte, “O mercado de capitais brasileiro visto por um emissor”. In: *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (orgs. Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrystosomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005, p. 260; Armando Castelar Pinheiro, “Em direção a uma agenda de reformas”. In: *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (orgs. Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrystosomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005, p. 277; e Angela Rita Franco Donaggio, *Governança corporativa e Novo Mercado: proteção ao investidor e falhas no marco regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012, n. 1, p. 27.

⁵⁹⁶ Cf. *Comentários à Lei...*, p. 469.

maior conhecimento quanto à dinâmica e a estrutura do mercado,⁵⁹⁷ o que faz com que as suas normas tenham qualidade superior às emitidas pelo Estado. Também em razão dessa proximidade, as normas editadas pelo regulador privado podem ser elaboradas e reformadas mais rapidamente do que as estatais. Aquelas, ainda, ganham em legitimidade, na medida em que, como pressupõem algum nível de consenso, os agentes econômicos participam do seu processo de formação e, por isso, tendem a respeitá-las mais do que as normas que lhes são impostas por um terceiro.⁵⁹⁸

A *autorregulação processual* apresenta-se como alternativa interessante de superação de parte dos óbices apontados ao longo deste estudo.

23. O estatuto social como veículo das convenções processuais

Firmada a possibilidade de celebração de convenções processuais atípicas como forma de aprimorar a tutela indenizatória na esfera do mercado de capitais brasileiro, resta saber como esses negócios podem ser colocados em prática a fim de que desempenhem a função ora proposta.

A convenção poderia ser celebrada por meio da assinatura de um instrumento entre a companhia e todos os seus acionistas e administradores. Mas isso é inviável, devido ao número elevado de acionistas de uma companhia aberta e, sobretudo, ao fato de que essa base acionária é constantemente mutável. Em razão da natureza plurilateral do contrato de sociedade, a melhor forma de colocar esses negócios em prática é por meio da sua inclusão nos estatutos sociais das companhias. E vislumbram-se três maneiras pelas quais isso pode acontecer.

A primeiras delas é cada companhia conduzir discussões, individual e autonomamente, com seus acionistas, a respeito da adoção de melhores práticas processuais. Atingidos os quóruns de deliberação, as convenções serão incluídas nos respectivos estatutos.

⁵⁹⁷ Cf. Otavio Yazbek, *Regulação do mercado...*, 4.5.3.2, p. 210.

⁵⁹⁸ Cf. Thiago Saddy Tannous, *Comentários à Lei...*, p. 370; e Bernard Black e Reinier Kraakman, “A self-enforcing...”, p. 728.

Essa alternativa é uma possibilidade, mas esbarra no risco de que a negociação e a celebração de negócios particularizados gerem custos de transação,⁵⁹⁹ que, ao invés de proporcionarem uma tutela mais efetiva do que a que existe hoje, tenham o efeito rebote de criar ineficiências, decorrentes da inaptidão de os julgadores absorverem uma multiplicidade de processos singulares. A preocupação, em outras palavras, é ter “processos particularizados perante órgãos já atarefados”.⁶⁰⁰ Essa primeira alternativa, assim, traz consigo o risco de que se perca mais do que se ganhe com o emprego das convenções processuais. A preocupação abre espaço para outras duas maneiras de implantação dos negócios processuais.

Uma segunda possibilidade é a inserção de *convenções-padrão* nos estatutos, frutos de recomendações do regulador estatal (a CVM) ou de organizações civis voltadas à adoção de melhores práticas de governança corporativa e ao desenvolvimento do mercado acionário, como, por exemplo, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC).

A CVM editou, em junho de 2002, “Recomendações sobre governança corporativa”. Embora o colegiado da autarquia já tenha reconhecido a desatualização dessa cartilha,⁶⁰¹ nela são recomendadas práticas com a finalidade de “otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. São sugeridas as mais variadas condutas, relacionadas a transparência na convocação de assembleias gerais e na divulgação de acordos de acionistas, diversidade na composição do conselho de administração, requisitos para votação de alta relevância, transparência na divulgação de operações com partes relacionadas, entre outras.

Analogamente, o IBGC também recomenda a adoção de condutas e regras em seus Código das Melhores Práticas⁶⁰² e Código de Conduta,⁶⁰³ da mesma forma que o faz a AMEC, em seu Código de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais.⁶⁰⁴

⁵⁹⁹ Cf. Flávio Luiz Yarshell, “Prefácio” a Lorena Miranda Santos Barreiros, *Convenções processuais e poder público*. Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 14.

⁶⁰⁰ Cf. Flávio Luiz Yarshell, “Convenção das partes em matéria processual no Novo CPC”, p. 94.

⁶⁰¹ Decisão do colegiado de 9.2.10, Reg. 3.935/02, Relator SDM.

⁶⁰² <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas> (consultado em 20.12.16).

⁶⁰³ <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoescodigo-de-conduta> (consultado em 20.12.16).

⁶⁰⁴ <http://www.amecbrasil.org.br/stewardship/codigo/> (consultado em 23.12.16).

Do mesmo modo que aconselham condutas e posturas a serem adotadas pelas companhias e seus acionistas e administradores, esses documentos poderiam também sugerir *melhores práticas processuais*, que, como se sustentou nos itens 7 e 22, estão igualmente relacionadas a uma maior proteção ao investidor. Note-se, inclusive, que uma das recomendações constantes da cartilha da CVM é justamente a adoção de arbitragem para questões societárias,⁶⁰⁵ o que mostra que o regulador *já sugere* melhores práticas processuais.

As recomendações constantes desses documentos são meras sugestões, não vinculantes, que podem ou não ser seguidas pelas companhias. Não são, por isso, garantia de que serão empregadas na prática. Mas com elas haveria ao menos um padrão a ser seguido, uma prática de mercado, que diminuiria a probabilidade de que cada companhia adotasse suas convenções particularizadas.

Uma terceira forma de operacionalizar as convenções processuais é pela adesão das companhias a corpos normativos elaborados por entidades autorreguladoras, como, por exemplo, a BM&FBovespa, o Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA). Ao aderir a tais corpos normativos, a companhia obriga-se a alterar seu estatuto social para dele fazer constar os negócios processuais.

Essa parece ser a alternativa mais recomendável, por ser a forma mais efetiva de impor as convenções e de fazê-lo uniformemente.

No caso da BM&FBovespa, as convenções poderiam ser previstas nos regulamentos dos seus diferentes segmentos de listagem, de modo que as companhias aderentes sujeitar-se-iam a elas. O art. 14.2 dos regulamentos de listagem do Novo Mercado e do Nível 2, bem como o art. 10.2 do regulamento de listagem do Nível 1, estabelecem que “qualquer modificação relevante a este Regulamento somente poderá ser levada a efeito pela BM&FBovespa desde que: (i) em Audiência Restrita realizada com as Companhias que tenham autorização para negociar valores mobiliários de sua emissão” naquele segmento de listagem, “em prazo fixado pelo Diretor Presidente, o qual não será

⁶⁰⁵ “III. 6. O estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências entre acionistas e companhia ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários serão solucionadas por arbitragem. A adoção da arbitragem visa acelerar a solução de impasses, sem prejuízo da qualidade do julgamento. A eficácia de uma tal disposição estatutária depende de que sejam escolhidas câmaras arbitrais cujos membros tenham reconhecida capacidade em matérias societárias”.

inferior a 30 (trinta) dias, não haja manifestação contrária, expressa, superior a 1/3 (um terço) dos participantes da referida Audiência Restrita; e (ii) a modificação tenha sido aprovada pela CVM”.

Desde que obedecidos esses requisitos e procedimento, portanto, a BM&FBovespa pode incluir convenções processuais nos seus regulamentos de listagem. O ente, aliás, *já contempla* uma convenção processual em seus regulamentos, qual seja, a regra que impõe a arbitragem como mecanismo de solução de controvérsias societárias para as companhias listadas no Nível 2 e no Novo Mercado (art. 13.1).

O Novo Mercado foi criado em 2000, e os regulamentos dos segmentos especiais de listagem já foram objeto de reformas em 2006 e 2011. Recentemente, em março de 2016 a BM&FBovespa iniciou um novo processo de reforma dos regulamentos dos segmentos Nível 2 e Novo Mercado, que se encontra em andamento.⁶⁰⁶ Esta pode ser uma oportunidade de implantação das mudanças aqui sugeridas.

Outras entidades autorreguladoras também podem desempenhar essa função. O CAF é uma associação civil, formada por representantes de participantes do mercado de valores mobiliários brasileiro, e que funciona com base em um modelo de autorregulação voluntária. A sua finalidade é emitir normas que assegurem condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações e reorganizações societárias.⁶⁰⁷ O seu Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões estabelece princípios, regras e procedimentos para disciplinar as operações que estão abarcadas por sua competência de atuação. Da mesma forma que o órgão impõe às companhias aderentes a observância de regras que reputa adequadas, poderia também impor o cumprimento de convenções processuais, a serem inseridas nos estatutos sociais. As companhias que aderem à regulação do CAF, dessa forma, estariam vinculadas a tais negócios processuais.

A ANBIMA é uma associação civil, que tem, entre seus objetivos estatutários, “amparar os legítimos interesses dos mercados financeiro e de capitais” e “promover a prática das atividades de autorregulação nos mercados financeiro e de capitais, inclusive através da elaboração, negociação e implantação de Códigos de Regulação e Melhores

⁶⁰⁶ http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/noticias/consulta-publica.htm (consultado em 6.1.17).

⁶⁰⁷ <http://cafbrasil.org.br/site/> (consultado em 21.12.16).

Prática” (arts. 3º, IV e VII).⁶⁰⁸ O ente edita códigos de autorregulação⁶⁰⁹ e, assim, também pode incluir convenções processuais nesses corpos normativos.

A inclusão das convenções processuais nos corpos normativos emitidos por entidades autorregulatórias (BMF&Bovespa, CAF, ANBIMA etc.) é a melhor maneira de operacionalizar os pactos processuais, na medida em que essas normas (i) são mais do que meras recomendações, (ii) vinculam todas as companhias que a elas aderem e (iii) o fazem uniformemente, com menos custos de transação, pois afastam o risco de que as sociedades, seus administradores e acionistas utilizem modelos diferentes de convenções processuais.

24. Duas perspectivas: vantagens e restrições a direitos

A convenção processual é um negócio jurídico e, conseqüentemente, o consentimento dos contratantes é seu pressuposto de existência.⁶¹⁰ Isso faz com que a obtenção das manifestações de vontade seja um dos maiores obstáculos a serem transpostos quando se trata de negócios coletivos,⁶¹¹ dificuldade que se agrava ainda mais na esfera do mercado de capitais, na medida em que a base acionária de uma companhia aberta pode não só atingir centenas de milhares de pessoas como ser constantemente mutável.

Para enfrentar a questão, é necessário dividir os negócios processuais em dois grupos: os que criam *apenas vantagens* aos acionistas e os que podem lhes acarretar *também desvantagens*.

O primeiro grupo oferece menos dificuldades. Nessas situações, a convenção tem por efeito acrescer ganhos às esferas jurídicas dos acionistas, ao impor, em seu favor, obrigações e deveres adicionais às companhias, seus administradores e controladores. Os

⁶⁰⁸ www.anbima.com.br/data/files/A3/E7/F0/A6/4FC575106582A275862C16A8/Estatuto_20ANBIMA1.pdf (consultado em 22.12.16).

⁶⁰⁹ www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/autorregular.htm (consultado em 22.12.16).

⁶¹⁰ Cf. Antonio do Passo Cabral, *Convenções processuais*, n. 5.4.1, p. 256; Pedro Henrique Nogueira, *Negócios jurídicos...*, n. 12.1, p. 179 e 180; e Lorena Miranda Santos Barreiros, *Convenções processuais...*, n. 3.2.1.3, p. 213-215.

⁶¹¹ Vale dizer que o Enunciado 255 do Fórum Permanente de Processualistas Cíveis admite a possibilidade de celebração de convenção processual coletiva. Citando hipóteses em que isso pode ocorrer, Leonardo Carneiro da Cunha exemplifica com a celebração de acordo entre o Poder Judiciário e o INSS para que o último utilize o mesmo modelo de contestação em causas repetitivas, ou acordo que procure regular o modo pelo qual um dado litigante habitual deve ser citado (cf. *Comentários ao Código...*, p. 63).

acionistas são unicamente beneficiados, o que torna desnecessária a sua anuência para que a convenção processual se perfeça. Basta que a companhia (i) a inclua em seu estatuto (negócio jurídico unilateral) ou (ii) celebre contrato com o regulador privado (negócio bilateral), aderindo a regulamentos emitidos pelo último.

Existe, vale dizer, a categoria dos negócios processuais *unilaterais*, que se formam pela manifestação de vontade de apenas uma parte.⁶¹² Trata-se, na definição de Rogério Lauria Tucci, de avenças cujo “efeito constitutivo, modificativo ou extintivo de direitos processuais depende da vontade de só uma das partes”.⁶¹³ Os exemplos comumente invocados são a desistência da demanda, o reconhecimento da procedência do pedido, a renúncia ao direito sobre o qual se funda a demanda, a opção por um procedimento quando a lei faculta ao autor escolhê-lo, a desistência do recurso, a escolha do juízo da execução e a opção do exequente pelas perdas e danos na execução de obrigação de fazer. Mas essa categoria se aplica a qualquer situação em que a parte, unilateralmente, decida alterar situações jurídicas processuais que lhe dizem respeito.

É o que poderia ocorrer, para citar alguns exemplos, com regras de informação e comunicação processual, criação de um fundo para financiar demandas, estabelecimento de incentivos econômicos para a tomada de medidas e inversão do ônus da prova em desfavor da companhia, da administração ou do controlador.

O segundo grupo contempla as situações em que a convenção traz vantagens aos acionistas, mas que, sob certa ótica, pode também gerar restrição a direitos. Imagine-se, por exemplo, o negócio que estipula a legitimidade extraordinária para qualquer acionista propor ação coletiva em nome do grupo, como substituto processual da classe. A convenção beneficiará os acionistas, pois, como se viu no item 10.1, a única forma efetiva de tutelar tais interesses é aglutinando-os, especialmente interesses de baixo valor

⁶¹² Cf. Marcela Kolbach de Faria, “Negócios jurídicos processuais unilaterais e o requerimento de parcelamento do débito pelo executado”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 396; Pedro Henrique Nogueira, *Negócios jurídicos...*, n. 9, p. 171; Antonio do Passo Cabral, *Convenções processuais...*, n. 1.1.4, p. 49 e 51; Lorena Miranda Santos Barreiros, *Convenções processuais...*, n. 2.2.3.2, p. 141; e Marcelo Pacheco Machado, *Breves comentários...*, p. 336. De acordo com Rinaldo Mouzalas e Jaldemiro Rodrigues de Ataíde Júnior, a convenção processual sobre a distribuição do ônus da prova pode se dar bilateralmente, mediante a manifestação da vontade de ambas as partes, ou unilateralmente, “mediante a manifestação de vontade suficiente à assunção do ônus da prova (...), sem que para tanto se exija qualquer aceitação da parte adversa” (cf. “Distribuição do ônus da prova por convenção processual”. *Revista de Processo*, n. 240, 2015, p. 403).

⁶¹³ Cf. “Negócio jurídico...”, p. 192.

econômico.⁶¹⁴ Como a legislação brasileira não contempla mecanismos processuais efetivos de agregação de tais interesses, o negócio processual é uma forma de superar barreiras de entrada e permitir que aquelas pretensões sejam levadas a juízo ou à arbitragem. Mas, sob outra perspectiva, a legitimidade extraordinária também pode criar uma situação de desvantagem, na medida em que por meio dela o acionista outorga a outrem o direito de defender seu interesse. Outros exemplos são os pactos de supressão de recursos, redução de prazos e modificação de competência (eleição de foro): todos eles miram vantagens, como celeridade e especialidade no julgamento, mas também importam em restrições a direitos e faculdades.

Em situações como essas, a questão que se coloca é saber de que forma deve ser obtida a anuência do acionista para que se considere vinculado ao negócio jurídico. Firmada a premissa de que o estatuto social é o melhor veículo para tais pactos (item 23), é de se questionar se (i) a mera compra de ações pelo acionista significa a sua adesão às convenções previstas no estatuto, ou se é necessário que a sua vontade seja externada de outra forma, ou mesmo se (ii) a deliberação que decidiu adotar a convenção vincula todos os acionistas ou apenas os que votaram favoravelmente, excluindo-se os dissidentes, os abstenentes e os ausentes.

A questão deve ser objeto de debate doutrinário e de uma reflexão mais aprofundada. Mas é possível desde já esboçar algumas respostas possíveis. E para tanto é útil, mais uma vez, dividir as situações que podem surgir em categorias diversas.

Na hipótese em que o acionista ingressa na sociedade após a convenção processual estar prevista no estatuto social, ele vincula-se ao negócio, pois ao comprar as ações da companhia adere a todas as regras do estatuto social, entre as quais o pacto processual. Existe, nesse caso, uma manifestação de vontade conscientemente dirigida à formação do negócio processual.

Embora a solução proposta no parágrafo precedente pareça-nos a mais adequada, outra alternativa que pode ser cogitada é facultar ao investidor que, no ato de compra da ação, escolha aderir ou não a essa convenção. Isso poderia ser operacionalizado pela adesão expressa à convenção, na plataforma eletrônica em que feita a aquisição do título.

⁶¹⁴ Cf. Sérgio Cruz Arenhart, *A tutela coletiva...*, p. 146.

Estariam vinculados à convenção coletiva todos os que a ela aderiram, sem prejuízo de, no curso da vida societária, outros acionistas também poderem aderir ao negócio.

As situações mais delicadas são as dos acionistas dissidentes, abstinentes e ausentes. Parece-nos que estarão desvinculados da convenção apenas o que se manifestarem contrariamente à sua adoção: ou seja, apenas os que votarem contrariamente à deliberação que a incluir no estatuto (dissidentes) e os que, mesmo silentes (abstinentes) ou ausentes, tenham posteriormente se insurgido contra o negócio. É pertinente, nesse sentido, a lição de Antonio do Passo Cabral, segundo quem as convenções processuais “podem ser celebradas por manifestações de vontade negocial expressas ou tácitas, comissivas ou omissivas”.⁶¹⁵

Se a deliberação for tomada mas o acionista não se manifestar contrariamente a ela, deve-se reputar como tendo aderido ao negócio. A dúvida que resta é até quando essa manifestação de vontade pode ser externada. E, para afastá-la, é recomendável que o estatuto social estabeleça um prazo razoável para que, após a publicação da deliberação, o acionista manifeste a sua vontade de não querer se vincular ao negócio processual.

A questão, repete-se, exige uma reflexão mais aprofundada. Mas, em resumo, a opinião ora adotada é a de que as convenções processuais que geram apenas vantagens ao acionista prescindem de sua anuência. Já as convenções processuais que acarretam também desvantagens regem-se pelos seguintes postulados: (i) o acionista que compra ações de uma companhia cujo estatuto social já contém as convenções adere a elas; (ii) o acionista que vota contrariamente à deliberação de inclusão da convenção (dissidente) não se vincula ao pacto; e (iii) os acionistas abstinentes e ausentes se vinculam às convenções (manifestação tácita), mas podem manifestar sua discordância após a tomada da deliberação. Nessa última situação, é recomendável que se estabeleça, no estatuto social, um prazo para que o acionista se manifeste contrariamente à sua submissão ao negócio processual.

⁶¹⁵ Cf. *Convenções processuais*, n. 5.4.2, p. 261.

25. Validade das convenções processuais

Tratar com profundidade dos requisitos de validade das convenções processuais iria além dos limites traçados para esta tese. Mas, tendo em vista o seu objeto e as sugestões nela feitas, cabe analisar algumas questões que podem surgir na aplicação prática de tais sugestões.

O *caput* do art. 190 estabelece que a convenção processual deve versar sobre direitos que admitem autocomposição. O seu parágrafo único, por sua vez, dispõe que a validade da convenção processual pode ser controlada pelo juiz, de ofício ou por provocação das partes, e que cabe ao juiz recusar a sua aplicação nos casos de nulidade e de inserção abusiva em contrato de adesão ou em que alguma parte se encontrar em manifesta situação de vulnerabilidade.

A validade da convenção processual está, portanto, atrelada não apenas à celebração por pessoas capazes, a um objeto lícito e à observância de forma prescrita ou não vedada em lei (Código Civil, art. 104),⁶¹⁶ mas também a versar sobre direitos que admitem a autocomposição, à não inserção abusiva em contrato de adesão e à inexistência de manifesta vulnerabilidade.⁶¹⁷

Sobre o requisito da natureza autocompositiva do direito, não se deve confundir-lo com a noção de direitos patrimoniais disponíveis, empregada pelo art. 1º da Lei 9.307/96 (Lei de Arbitragem) para designar os conflitos que podem ser dirimidos por meio de arbitragem: a ideia de direitos que admitem autocomposição é mais ampla do que aquela, na medida em que mesmo direitos indisponíveis podem ser objeto de negociação, quando menos quanto ao seu modo de cumprimento. É o que ocorre com o compromisso de ajustamento de conduta relativo a direitos difusos e coletivos. Se o objeto litigioso admite

⁶¹⁶ Cf. Leonardo Carneiro da Cunha, *Comentários ao Código...*, p. 55.

⁶¹⁷ A validade da convenção processual, como bem resumido por Flávio Luiz Yarshell, relaciona-se aos seguintes fatores: (i) a manifestação de vontade deve ser consciente, livre e emitida em ambiente de boa-fé; (ii) deve haver igualdade substancial entre as partes (paridade de armas) ou a convenção deve assegurar essa situação; (iii) a convenção é admissível mesmo diante de direitos não patrimoniais e indisponíveis, bastando que admitam autocomposição; (iv) a convenção deve respeitar os postulados do devido processo legal, com respeito aos princípios do contraditório, igualdade, imparcialidade e livre convencimento; (v) os contratantes devem ser plenamente capazes; (vi) a validade do negócio não está condicionada à presença do advogado; (vii) não há forma prevista em lei e, por isso, é possível a contratação por instrumento particular; e (viii) não é possível derrogar normas processuais cogentes (cf. “Convenção das partes em matéria processual no Novo CPC”, p. 91 e 92). Esse último requisito é o que inspira maior cuidado, sobretudo pela dificuldade em se precisar quais são as normas cogentes (cf. José Carlos Barbosa Moreira, “Convenções das partes...”, p. 185).

autocomposição, ainda que em amplitude mínima, há espaço para a celebração de convenção processual.⁶¹⁸

Tanto é isso correto que, de acordo com a Lei 13.140/15, pode ser objeto de mediação o conflito que verse sobre direitos disponíveis ou direitos indisponíveis que admitam transação (art. 3º, *caput*), desde que o consenso das partes envolvendo direitos indisponíveis, mas transigíveis, seja homologado em juízo, ouvido o Ministério Público (§ 2º). As convenções processuais podem ter por objeto processos envolvendo direitos indisponíveis, inexistindo óbice para que a Fazenda Pública ou o Ministério Público participem de tais negócios.⁶¹⁹ Nesse sentido, os arts. 15, 16 e 17 da Resolução 118/2014 do Conselho Nacional do Ministério Público, que dispõe sobre a Política Nacional de Incentivo à Autocomposição no âmbito do Ministério Público, admitem e estimulam a celebração de convenções processuais pelo ente.

Aplicando-se esse requisito ao objeto deste trabalho não há, de antemão, qualquer vedação ao emprego das convenções processuais, na medida em que elas referir-se-ão a direitos que não apenas são patrimoniais disponíveis, como – o que é realmente relevante – plenamente passíveis de autocomposição.

A lei também veda a convenção processual quando o aderente estiver em *manifesta situação de vulnerabilidade*. Esse estado, que deve ser aferido a partir da relação de direito material existente entre as partes, estará presente quando houver algum desequilíbrio, fragilidade ou hipossuficiência que impeça a parte de negociar em igualdade de condições. A isonomia deve ser um limite genérico para a validade dos acordos processuais.⁶²⁰ A vulnerabilidade, além disso, deve ser manifesta (não pode ser presumida).⁶²¹

O parágrafo único do art. 190 do CPC não veda a inserção de negócio processual em contrato de adesão. O que proíbe é a sua inclusão *abusiva* em contratos dessa natureza, conforme se conclui com clareza da sua redação. Se o contrato de adesão não for abusivo,

⁶¹⁸ Cf. Pedro Henrique Nogueira, *Breves comentários...*, p. 593.

⁶¹⁹ A respeito das convenções processuais celebradas com o Poder Público, vide, por todos, Lorena Miranda Santos Barreiros, *Convenções processuais e Poder Público*. Salvador: Jus Podivm, 2016.

⁶²⁰ Palavras de Antonio do Passo Cabral (cf. *Convenções processuais...*, n. 5.11.3, p. 319).

⁶²¹ Cf. Leonardo Carneiro da Cunha, *Comentários ao Código...*, p. 58.

não há impedimento à sua celebração.⁶²² Haverá abuso quando a convenção restringir, limitar ou dificultar o exercício de posições jurídicas processuais, sem que esse ato dispositivo seja fruto de uma vontade conscientemente manifestada pela parte.⁶²³ Se a parte tinha – ou devia ter – ciência das condições negociais, e mesmo assim aderiu a elas, não há abuso.

Esse requisito é um desafio a ser superado nas situações tratadas neste trabalho, tendo em vista a proposta de que as convenções processuais sejam adotadas em massa, nos estatutos sociais de companhias abertas (item 23). Mas, em defesa da proposta, diga-se que o ambiente de negociação de ações é marcado pela liberdade de contratar, de modo que a decisão de compra de um valor mobiliário decorrerá sempre de uma vontade livremente manifestada, o que afasta o caráter abusivo. Além disso, a lógica por trás das mudanças aqui propostas é *melhorar* (e não piorar) a situação hoje enfrentada pelos acionistas e investidores, na obtenção de tutela indenizatória frente às companhias e seus controladores e administradores o que também afasta, em princípio, o seu eventual aspecto abusivo.

Por fim, diga-se que, seja celebrada antes, seja celebrada durante o processo, a convenção processual prescinde de homologação judicial, na medida em que (i) o negócio decorre da autonomia da vontade das partes, (ii) o art. 190 do CPC não exige seja o negócio homologado e (iii) também porque o art. 200 do CPC estabelece que as declarações bilaterais de vontade produzem efeitos imediatamente, independentemente de ato homologatório do juiz.⁶²⁴ A produção de efeitos do ato negocial só sujeita-se à homologação judicial quando a lei assim determinar, como ocorre com a desistência da demanda e no saneamento consensual do processo, previstos pelo art. 200, parágrafo único, e art. 357, § 2º do CPC.⁶²⁵

⁶²² Cf. Pedro Henrique Nogueira, *Breves comentários...*, p. 594; e Antonio do Passo Cabral, *Convenções processuais...*, n. 5.11.3.2, p. 323.

⁶²³ Cf. Pedro Henrique Nogueira, *Negócios jurídicos...*, n. 7.4, p. 240.

⁶²⁴ Cf. Antonio do Passo Cabral, *Convenções processuais...*, n. 4.3.4.1, p. 229-232; e Flávio Luiz Yarshell, “Convenção das partes em matéria processual: rumo a uma nova era”, p. 90.

⁶²⁵ Cf. Pedro Henrique Nogueira, *Negócios jurídicos...*, p. 231.

26. Situações concretas

Como o art. 190 do CPC permite a celebração de negócios processuais atípicos, são ilimitadas as oportunidades abertas por essa cláusula geral. Por isso, reputamos atendida a finalidade a que se propôs este trabalho tão-só por firmarmos a possibilidade de emprego das convenções processuais para superar os obstáculos à efetivação da tutela indenizatória no âmbito do mercado de capitais, que foram objeto do Capítulo II.

Sem prejuízo disso, passa a se tratar, sem qualquer pretensão de exaustão, de algumas situações concretas em que os negócios processuais podem ser empregados.

26.1. Legitimidade ativa *ad causam* extraordinária: a *class action* contratual

Considerados o objeto deste trabalho e o diagnóstico que se procurou traçar no Capítulo II, um dos empregos mais úteis – e talvez o mais controverso – da convenção processual é na instituição de legitimidade ativa extraordinária coletiva.

O negócio pode ser empregado para que se outorgue a qualquer acionista o poder (ou direito) de atuar como substituto processual da classe em ações coletivas movidas contra o acionista controlador, os administradores ou a companhia. Essa proposta alinha-se com a tendência de expansão das hipóteses de substituição processual, com o objetivo de viabilizar a tutela coletiva.⁶²⁶

Seria uma maneira de superar a falha da Lei 7.913/89 em não prever legitimidade para que o particular proponha a ação nela prevista (item 14.1.4). As pretensões individuais seriam reunidas em um único veículo e, conseqüentemente, facilitar-se-ia a sua tutela. O direito material continuaria sendo titularizado pelo seu titular, que transferiria a um cotitular o poder (ou direito) de defendê-lo em juízo ou em arbitragem.⁶²⁷

A legitimidade ativa para o ajuizamento de demanda é ordinariamente atribuída ao titular da pretensão deduzida, isto é, ao titular do direito material que a fundamenta (legitimidade ordinária; CPC, art. 18). Mas a lei prevê que pessoa dissociada da relação

⁶²⁶ Cf. Teori Albino Zavascki, *Processo coletivo*, n. 9.3, p. 245.

⁶²⁷ Vale reiterar que, por força do que dispõe o art. 5º, XXI da CF, as associações também podem atuar como representantes processuais (e não substitutas) dos seus associados, desde que expressamente autorizadas pelos últimos (cf. Viviane Muller Prado e Antonio Deccache, “Arbitragem coletiva...”, p. 5 e 6; e César Guimarães Pereira Guimarães e Luísa Quintão, “Arbitragem coletiva...”, p. 3).

litigiosa pode defendê-lo em juízo, atuando em nome próprio, mas em defesa de direito alheio (legitimidade extraordinária).⁶²⁸ Trata-se do fenômeno da substituição processual.⁶²⁹

No regime do CPC/73, não se admitia a legitimidade extraordinária objeto de negócio jurídico,⁶³⁰ na medida em que o seu art. 6º a condicionava à previsão em lei (“Ninguém poderá pleitear, em nome próprio, direito alheio, salvo quando autorizado por lei”).

O Código vigente adota postura diversa, ao estabelecer que a legitimidade extraordinária depende de autorização do *ordenamento jurídico* (art. 18).⁶³¹ O negócio jurídico é fonte normativa e, por isso, compõe o ordenamento jurídico, de modo que no sistema vigente a convenção pode ser fonte da legitimação extraordinária ativa.⁶³²

Fredie Didier Jr. e Hermes Zanetti Jr. entendem que em princípio não é possível a legitimação extraordinária coletiva de origem negocial. Justificam-se no entendimento de que a convenção processual pressupõe que a legitimação seja transferida de um legitimado ordinário para um extraordinário. E isso, no caso da tutela coletiva, seria inadmissível, na medida em que o grupo titular da situação jurídica coletiva não tem capacidade de ser parte e, menos ainda, legitimidade para defender os próprios direitos em juízo.⁶³³

Mas esse óbice invocado pelos ilustres doutrinadores aplica-se aos interesses coletivos e difusos, e não aos individuais homogêneos. No caso dos últimos, os interesses são tipicamente individuais e, portanto, os próprios legitimados ordinários são seus titulares. É, sim, possível que eles transfiram a legitimidade processual a um terceiro, para que tome medidas em sua defesa.

⁶²⁸ Cf. Piero Calamandrei, *Instituciones de derecho procesal civil*, v. II (trad. Santiago Sentís Melendo). Buenos Aires: El foro, s.d., § 116, p. 382.

⁶²⁹ Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, *Impugnação de deliberações...*, n. 24.3, p. 282.

⁶³⁰ Nesse sentido, citando Nelson Nery Jr., Rosa Nery, Luiz Guilherme Marinoni e Daniel Mitidiero, Fredie Didier Jr. afirmou que “sob a vigência do Código de Processo Civil de 1973, é pacífico o entendimento de que não se admite *legitimação extraordinária negocial*” (cf. “Fonte normativa da legitimação extraordinária no novo Código de Processo Civil: a legitimação extraordinária de origem negocial”. *Revista de Processo*, n. 232, jun. 2014, p. 71).

⁶³¹ O que, a bem da verdade, já era defendido por parte da doutrina que se manifestou na vigência daquele diploma (cf. Barbosa Moreira, “Notas sobre o problema da efetividade do processo”. In: *Temas de direito processual civil*, Terceira Série. São Paulo: Saraiva, 1984, p. 33, nota 7).

⁶³² Cf. Fredie Didier Jr., “Fonte normativa...”, p. 72; Daniela Santos Bonfim, “A legitimidade extraordinária de origem negocial”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 459-461; e Leonardo Carneiro da Cunha, *Comentários ao Código...* p. 51.

⁶³³ Cf. *Curso de direito...*, p. 180.

A convenção processual tendo esse objeto é admitida pelo ordenamento. A grande dificuldade reside na obtenção da manifestação de vontade dos acionistas. Aplicam-se, por isso, as preocupações e recomendações feitas no item 24.

A atuação do representante da classe como substituto processual estaria sujeita a um juízo de representatividade adequada, a fim de que se mitiguem os riscos com má-fé e colusão. Embora a doutrina hoje amplamente prevalente entenda que esse juízo deva ser feito no microssistema de tutela coletiva brasileiro,⁶³⁴ há entendimentos contrários, de modo que, para afastar qualquer dúvida a respeito do cabimento e da necessidade de realização dessa análise, a convenção pode determinar expressamente que ela deve ser feita pelo juiz ou árbitro.

Mais do que isso, a convenção pode estabelecer também critérios para a aferição da representatividade, como, por exemplo, experiência prévia (da parte e de seu advogado), capacidade financeira, inexistência de conflito de interesses, entre outros.

Uma possibilidade é dispor que os maiores acionistas têm preferência para propor a ação coletiva, como ocorre nos Estados Unidos desde a promulgação do Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) de 1995, que passou a presumir que o representante adequado é quem titulariza o maior número de ações da companhia, por ser o mais incentivado a defender o interesse comum. Para as ações coletivas de mercado de capitais daquele país, a lei atribui direitos de demandante líder (representante) ao membro da classe detentor da maior pretensão individual, como tentativa de alinhamento de interesses e, conseqüentemente, redução de custos de agência e diminuição de poderes dos advogados. Trata-se de uma presunção relativa de que o membro mais prejudicado com o ato ilícito é, em regra, o melhor habilitado a agir como representante da classe. O representante da classe – que via de regra será um investidor institucional – pode escolher seu próprio advogado, sob o controle do juiz. Enquanto nas demais ações coletivas o representante não precisa ser o melhor entre os membros do grupo, bastando ser adequado,

⁶³⁴ Cf. Antonio Gidi, “A representação adequada nas ações coletivas brasileiras: uma proposta”. *Revista de Processo*, n. 108, out./dez. 2002, p. 66; Ada Pellegrini Grinover, “A tutela coletiva dos investidores...”, p. 48; Rodrigo Mendes de Araújo, *A representação adequada...*, p. 221; Fredie Didier Jr. e Hermes Zanetti Jr., *Curso de direito...*, v. 4, p. 186-190.

o representante em ações coletivas referentes a fraude no mercado de capitais deve, em princípio, ser o titular da maior pretensão individual.⁶³⁵

Esse critério deve ser visto com um grão de sal. Poderia ser adotado no Brasil, mas como um entre várias outras balizas, e não como critério único, gerador de uma presunção absoluta. Nem sempre o titular de maior participação está alinhado com os interesses da companhia ou dos outros sócios. A adoção absoluta desse critério, além disso, traria problemas adicionais em companhias de controle estatal.

A convenção também poderia prever mecanismo pelo qual, ajuizada a ação coletiva, todos os acionistas seriam cientificados (por email ou outra forma de comunicação simples e expedita, como a publicação de um comunicado no sítio eletrônico da companhia), a fim de que, querendo, disputem o polo ativo com o autor original. O julgador, então, faria um juízo sobre qual, entre os interessados, é o mais apto a atuar como representante adequado.

Por fim, vale dizer que a proposta ora feita não afasta a aplicação do regime de coisa julgada coletiva previsto pelo direito brasileiro (item 14.4). Apesar de criticável sob alguns aspectos, referido regime deve ser considerado como cogente. O indivíduo está protegido de eventuais prejuízos que poderiam advir da aplicação da proposta, assim, por mais esse fator.

26.1.1. Legitimidade ativa extraordinária na arbitragem

A proposta de legitimidade extraordinária negocial ora sugerida esbarra nas companhias cujos estatutos sociais contêm cláusula compromissória de arbitragem. Para transpor esse obstáculo – que é um óbice à proteção coletiva de interesses –, vislumbram-se duas alternativas.

A primeira delas é entender que a convenção arbitral não abarca a prestação de tutela jurisdicional coletiva, por ser incompatível com a tutela desses interesses. Afastar-se-ia, assim, as assim chamadas cláusulas *class action shield* (cláusulas à prova de

⁶³⁵ Cf. Samuel Issacharoff e Geoffrey Miller, “Will aggregate litigation...”, p. 196 e 197; Robin Hui Huang, “Private enforcement...”, p. 787; Antonio Gidi, *A class action...*, p. 248; e William Bratton e Michael Wachter, “The political economy...”, p. 143.

processo coletivo),⁶³⁶ cuja finalidade é obstar a apreciação de uma pretensão coletiva. Para a sua defesa, assim, estaria aberta a porta para acesso ao Poder Judiciário e ajuizamento da ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89.

A segunda alternativa – que talvez seja a mais adequada – é prever, também por meio de convenção processual, um mecanismo de *litigância agregada arbitral*, que confira legitimidade extraordinária para o acionista atuar em defesa da classe também na arbitragem. Esse mecanismo seria similar ao proposto no item 26.1, com as adaptações necessárias: o acionista poderia atuar como substituto processual da coletividade, sujeito a um regime de representatividade adequada a ser feito por um comitê do órgão arbitral. Esse comitê também seria o responsável por decidir quem seria o melhor representante adequado, caso haja mais de um interessado em conduzir a arbitragem. Feito esses juízos e escolhido o representante adequado, a arbitragem prosseguiria, e o seu resultado vincularia a todos que estiverem vinculados à convenção processual.

26.2. Produção da prova

As dificuldades com a comprovação das alegações de fato em processos envolvendo ilícitos de mercado de capitais motivam a doutrina a defender um regime probatório diferenciado e a aplicação de ferramentas como a distribuição diversa do ônus da prova nessa esfera (item 19.1).⁶³⁷

A prova, de fato, é um dos campos mais propícios para as convenções processuais.⁶³⁸ Tanto é que a distribuição diversa do ônus da prova é um negócio jurídico típico, previsto expressamente pelo art. 373, § 3º do CPC, que dispõe que a “distribuição

⁶³⁶ Cf. Antonio Gidi, *Rumo a um Código...*, n. 3.5, p. 197.

⁶³⁷ Cf. Bernard Black, “The core institutions...”, p. 1.588 e 1.589; Marcelo Trindade e Fabiana de Almeida, *The securities litigation...*, p. 43; e Gabriel Buschinelli e Rafael Bresciani, “Aspectos processuais...”, p. 256; Viviane Muller Prado, “Não custa nada...”, p. 26-32; e Aline de Menezes Santos, “Responsabilidade administrativa...”, p. 249 e 250; Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do patrimonialismo...”, p. 18.

⁶³⁸ Cf. Flávio Luiz Yarshell, “Convenção das partes em matéria processual no Novo CPC”, p. 93; e Becloute Oliveira Silva, “Verdade como objeto do negócio jurídico processual”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2ª ed., 2016, p. 539; e Robson Renault Godinho, “A possibilidade de negócios jurídicos processuais atípicos em matéria probatória”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2ª ed., 2016, p. 548. Embora a doutrina clássica visse com reticência a inversão convencional do ônus da prova (cf. Giuseppe Chiovenda, *Instituições de direito processual civil* (trad. J. Guimarães Menegale), v. II, 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969, n. 282, p. 389).

diversa do ônus da prova também pode ocorrer por convenção das partes”, exceto quando recair sobre direito indisponível ou tornar excessivamente difícil a uma parte o exercício do direito.

É verdade que, como exposto no item 19.1, o juiz brasileiro está autorizado a distribuir dinamicamente o ônus de provar, por força do que dispõe o art. 373, § 1º do CPC. Mas disciplinar o assunto contratualmente apresenta algumas vantagens.

A primeira delas é o aumento da segurança jurídica: afasta-se do julgador a discricionariedade sobre a distribuição do ônus. A convenção pode estabelecer não apenas *em quais situações* é possível a inversão (por exemplo, quando houver alegação de prática de ato em conflito de interesses ou de prejuízo em operação de compra de ações em bolsa), mas também *de que maneira* ela pode ocorrer, designando um procedimento acordado anteriormente – e, logo, previsível –, que respeite o contraditório e o direito de provar à parte a quem se impôs o encargo.

A segunda vantagem é que a convenção pode afastar dúvidas – que certamente surgirão – a respeito da aplicação do art. 373, § 1º do CPC à arbitragem. Se as partes pactuarem a distribuição diversa e dispuserem que ela se aplica também a processos arbitrais, não haverá dúvida a respeito da possibilidade de o árbitro fazê-lo.

A proibição legal de convenção sobre o ônus da prova tendo por objeto direito indisponível, vale dizer, só se aplica se o acordo for prejudicial à parte beneficiada por esse direito. Se a convenção lhe for favorável, não há razão em recusar aplicação ao negócio processual.⁶³⁹

É de se pensar também em arranjos contratuais que criem mecanismos mais efetivos de produção da prova, como na exibição de documentos e na perícia. O Enunciado 19 do Fórum Permanente de Processualistas Cíveis reconhece, nesse sentido, a validade da convenção processual que tenha por objeto “pacto de disponibilização prévia de documentação (pacto de *disclosure*), inclusive com estipulação de sanção negocial, sem prejuízo de medidas coercitivas, mandamentais, sub-rogatórias ou indutivas” e “acordo de produção antecipada de provas”.

⁶³⁹ Cf. Luiz Guilherme Marinoni e Sérgio Cruz Arenhart, *Comentários ao Código...*, v. VI, p. 263.

Como se expôs no item 19, a efetividade do sistema norte-americano de *enforcement* no mercado de capitais é frequentemente associada à *discovery*.⁶⁴⁰ Érica Gorga e Michael Halberstam chegam inclusive a sustentar que esse instituto é o principal elemento responsável pelo sucesso daquele modelo, por permitir a identificação de ilícitos corporativos que não seriam levados a público se não houvesse esse mecanismo.⁶⁴¹

Embora também haja fundadas preocupações com abusos advindos do emprego desse instituto e dos custos que implica, é possível pensar em mecanismos análogos, para serem aplicados no Brasil, em processos judiciais e arbitrais. A regra geral de convenção processual pode prestar-se a isso.

26.3. Incentivos econômicos

Como se procurou apontar no item 15, há alguns óbices financeiros à concretização de direitos no âmbito do mercado de capitais, como a circunstância de que ocorre *concentração de custos e dispersão de benefícios* nas ações promovidas pelo indivíduo em prol do patrimônio comum.⁶⁴²

Procurando superar esses obstáculos, a Lei das S/A estabelece incentivos à propositura de ações derivadas (arts. 159 e 246), mas o faz de modo pouco sistemático. Não há, além disso, incentivos econômicos à propositura da ação coletiva prevista pela Lei 7.913/89 (como um pagamento de prêmio, como ocorre com o art. 246, § 2º), e nenhum desses diplomas contempla regras de financiamento do processo. Todas essas questões podem ser objeto de negócio jurídico processual.

Arranjos contratuais podem melhorar e unificar os incentivos financeiros contidos nos arts. 159 e 246 da Lei das S/A. Podem dispor, por exemplo, que haverá o pagamento de um prêmio ao acionista autor da ação – que pode ser superior, mas não inferior, a 5% do valor da condenação – não apenas na hipótese da ação movida com base no art. 246, mas

⁶⁴⁰ Cf. Guido Ferrarini e Paolo Giudici, “Financial scandals...”, p. 51 e 53; John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 3 e 200; Érica Gorga, “Is US law...”, p. 657; Bernard Black, “The core institutions...”, p. 1.588 e 1.589.

⁶⁴¹ Cf. Érica Gorga e Michael Halberstam, “Litigation discovery...”, p. 1.394, 1.395, 1.486 e 1.487.

⁶⁴² Cf. Eduardo Secchi Munhoz (cf. *Alienação de controle...*, p. 90; Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, “Os empecilhos...”, p. 172; Bruno Salama e Viviane Muller Prado “Legal protection...”, p. 174; Érica Gorga, “Is US law...”, p. 656 e 657; e Ana Carolina Rodrigues, “A responsabilidade civil...”, p. 20.

também na fundamentada no art. 159. Podem estabelecer que o reembolso de “todas as despesas” em que o acionista tiver incorrido com o processo, “inclusive correção monetária e juros”, aplica-se não só à ação do art. 159, mas também à do art. 246. Podem preceituar que esse reembolso deve ser pago não apenas quando a ação do art. 159 for julgada procedente, mas também na situação em que a assembleia geral deliberou demandar o administrador, mas a administração quedou-se inerte (art. 159, § 4º).

Também podem ser pactuados o pagamento de prêmio e o reembolso de despesas na ação coletiva ajuizada com fundamento na Lei 7.913/89, a fim de que os mesmos incentivos econômicos previstos para as ações da Lei das S/A se apliquem também para essa demanda coletiva.

As convenções processuais, em suma, podem ser empregadas de diversas maneiras para mitigar a circunstância de que o custo com a tomada da medida é, muitas vezes, maior do que o benefício *pro rata* que se obterá em caso de sucesso. Podem ser uma importante ferramenta para que se estabeleça um sistema de incentivos econômicos balanceado, que favoreça, com responsabilidade, a adoção de medidas pelos interessados.

26.4. Financiamento do processo

Como se expôs no item 15, litigar envolve custos e, diversamente do que ocorre nas *class actions* norte-americanas, que são custeadas pelo advogado,⁶⁴³ no Brasil quem financia o processo é a própria parte. Além de arcar com os honorários advocatícios contratuais, ela tem o ônus de adiantar as despesas processuais dos atos que realizar ou requerer, e o vencido deve reembolsar tais despesas ao adversário e arcar com o pagamento dos honorários advocatícios sucumbenciais.

Esse regime de custeio e de responsabilidade pelos encargos financeiros do processo representa alguns obstáculos a serem transpostos na tutela de direitos no âmbito do mercado de capitais, por conta da já referida lógica de concentração de custos e dispersão de benefícios a que essas demandas sujeitam-se. Como o acionista assume riscos

⁶⁴³ Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation...*, p. 1; Samuel Issacharoff e Geoffrey Miller, “Will aggregate litigation...”, p. 191 e 198; Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, n. 2.2, p. 42, nota 29; Antonio Gidi, *A class action...*, p. 245; Amanda Rose, “The multienforcer approach...”, p. 2.174; e Amanda Rose e Larry LeBlanc, “Policing public companies...”, p. 395.

no plano individual mas, em caso de procedência, deve repartir o benefício com a coletividade,⁶⁴⁴ a alocação de riscos é desbalanceada.

Uma forma de superar esses obstáculos é criar algum mecanismo de financiamento do processo por terceiros ou pelas próprias companhias. E as convenções processuais podem ser empregadas para responder a mais essa questão.

Além de poderem prever um rateio de despesas processuais⁶⁴⁵ em proporções diferentes ou observados critérios diversos dos previstos em lei, esses negócios também podem estabelecer um mecanismo de financiamento do processo, por terceiros ou mesmo pelas próprias companhias. A convenção, assim, poderia prestar-se a disciplinar o financiamento do processo por terceiros, tendência analisada brevemente no item 15.5.

É possível cogitar de um mecanismo administrado pelo regulador estatal (CVM) ou pelo regulador privado (BM&FBovespa), ou, em caso de arbitragem, pelo órgão arbitral, como a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). Esses entes poderiam, sozinhos ou em conjunto, criar um comitê com a atribuição de realizar um juízo preliminar sobre o mérito da demanda que o acionista ou investidor pretenda propor, em defesa dos interesses da companhia ou da coletividade de sócios (ou seja, um interesse que ultrapasse a sua esfera individual). Esse comitê faria um juízo sumário sobre a pretensão e, sendo positiva a sua análise, a demanda seria financiada, até certo limite, por um fundo administrado pelo ente, que poderia ser constituído por contribuições exigidas das próprias companhias listadas.

Outra forma de custeio desse fundo é a utilização do produto de sanções pecuniárias impostas aos agentes de mercado. A Seção XII dos regulamentos de listagem do Novo Mercado e do Nível 2 prevê a aplicação de multas às companhias e seus responsáveis, por descumprimento às normas autorregulatórias. De acordo com o art. 12.3.2 desses regulamentos, os produtos de tais multas “serão destinados para manutenção da Câmara de Arbitragem do Mercado responsável pela solução dos conflitos nos termos do Regulamento de Arbitragem”. Esses recursos poderiam ser utilizados para o custeio acima mencionado.

⁶⁴⁴ Cf. Érica Gorga, “Is US law...”, p. 656 e 657; e Ana Carolina Rodrigues, “A responsabilidade civil...”, p. 20.

⁶⁴⁵ O Enunciado 19 do Fórum Permanente de Processualistas Civis reconhece ser possível pactuar o rateio de despesas processuais.

A sugestão de criação desses fundos de financiamento é apenas uma ideia preliminar, sujeita a críticas e reflexão. O importante é que se reconheça a idoneidade e a aptidão de uma convenção processual prever algum mecanismo de financiamento do processo. As possibilidades de emprego da convenção processual, torna-se a dizer, são infundáveis, e este trabalho não tem – e nem poderia ter – a pretensão de esgotá-las. As propostas ora feitas devem ser vistas sob essa ótica, como meras ideias incipientes, a serem objeto de debate e análise entre os que se propõem a estudar o tema.

26.5. Informação e comunicação

A convenção processual pode ser manejada também para estabelecer mecanismos mais eficientes de informação e comunicação aos acionistas. A promoção do acesso à informação “constitui, de longa data, a principal ferramenta regulatória do mercado de valores mobiliários, bem como o mecanismo primordial de proteção aos investidores nessa esfera”,⁶⁴⁶ e deve ser buscada.

Informação é fundamental para o exercício de direitos e, conseqüentemente, para o bom funcionamento do mercado de capitais. Apesar disso, para os litígios que se instalam no âmbito desse mercado brasileiro vigora grande assimetria informacional, sobretudo em decorrência da regra geral de confidencialidade a que se sujeitam as arbitragens, como exposto no item 16.5. Sem prejuízo do entendimento que se defendeu no item 16.6.1 – de que determinadas arbitragens envolvendo companhias abertas não devem ser confidenciais –, as convenções processuais podem ser empregadas para atacar também outros gargalos informacionais.

Podem ser estabelecidos, por exemplo, mecanismos de comunicação simples e baratos, como, por exemplo, a mera disponibilização de informações a respeito de processos em curso no *site* da companhia ou na forma de comunicado ao mercado, e mesmo no formulário de referência.

Isso poderia ser útil também em processos coletivos, a fim de que o acionista tenha ciência de que existe uma ação coletiva em que se pleiteia indenização em seu

⁶⁴⁶ Cf. André Grünspun Pitta, *O regime de informação...*, n. 2.3, p. 77.

benefício, e para que, se e quando proferida sentença condenatória, ele possa liquidar seu crédito, na forma do art. 2º, § 2º da Lei 7.913/89.

26.6. Celeridade: redução de prazos e supressão de recursos

A demora na prestação da tutela jurisdicional é outro motivo que costuma ser indicado como responsável pela falta de efetividade do processo. E é uma das razões que justificam a entusiasmada defesa feita pela doutrina de que os litígios societários e de mercado de capitais devem ser submetidos à arbitragem.⁶⁴⁷

Essa celeridade atribuída à arbitragem, por sua vez, resulta, em alguma medida, da ausência de cabimento de recurso contra a sentença arbitral, prevista não apenas no art. 18 da Lei de Arbitragem, como também, via de regra, nas convenções arbitrais.

Mas é possível contratar a supressão ou limitação de recursos também no processo estatal, por meio do chamado pacto de não recorrer ou acordo de instância.⁶⁴⁸ Trata-se de negócio jurídico processual típico, previsto no art. 999 do CPC, que dispõe que “A renúncia ao direito de recorrer independe da aceitação da outra parte”.

Outra forma de conferir maior celeridade ao processo – e aproximar o processo estatal da arbitragem – é o emprego da convenção de redução dos prazos processuais ou de contagem de forma diversa da prevista em lei, para que se tenha um processo mais expedito.

26.7. Juízos empresariais e eleição de foro

A existência de um corpo de julgadores qualificados e especializados é um aspecto frequentemente invocado como essencial à efetividade de um sistema de *enforcement* da legislação societária e de mercado de capitais.⁶⁴⁹ Esse foi um dos principais

⁶⁴⁷ Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Direito das minorias...”, p. 111; Luiz Fernando de Almeida Guilherme, “As novas formas...”, p. 123; e Taissa Macaferri Licatti, “Novo Mercado...”, p. 264.

⁶⁴⁸ Cf. Flávio Luiz Yarshell, “Convenção das partes em matéria processual no Novo CPC”, p. 94; Pedro Henrique Nogueira, *Negócios jurídicos...*, n. 13.3, p. 253; e Paulo Mendes de Oliveira, “Negócios processuais e o duplo grau de jurisdição”. In. *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2ª ed., 2016, p. 575.

⁶⁴⁹ Cf. Robin Hui Huang, “Private enforcement...”, p. 766-769

motes empregados para, a partir do começo dos anos 2000, eleger-se a arbitragem como mecanismo mais adequado à solução de disputas societárias no Brasil (item 16.1).⁶⁵⁰

Mas, como visto no item 20, alguns tribunais e comarcas do país contam com varas e câmaras empresariais, com competência exclusiva para julgamento de litígios envolvendo direito de empresa, e que têm desempenhado um papel relevante rumo à especialização do Judiciário. Esses juízos representam uma alternativa menos custosa à arbitragem, que pode e deve ser considerada, ao menos sob a perspectiva da especialidade.

É possível valer-se da chamada cláusula de eleição de foro, prevista no art. 63 do CPC (“As partes podem modificar a competência em razão do valor e do território, elegendo foro onde será proposta ação oriunda de direitos e obrigações”), a fim de que se atribua a esses órgãos a competência para conhecer de tais litígios. A eleição de foro é uma prática corrente na prática internacional e nacional. E pode ser empregada, como de fato já é, a fim de que eventual litígio societário – que já não esteja submetido à arbitragem – seja apreciado por julgadores especializados.

Mesmo quando o litígio estiver sujeito à jurisdição arbitral a eleição pode ser útil para a apreciação de medidas de urgência que se façam necessárias anteriormente à instalação do tribunal arbitral, nos termos do art. 22-A da Lei de Arbitragem.

É frequente que litígios societários envolvam questões que demandam urgência e, por isso, exijam seja proferido algum provimento de urgência antes da constituição do tribunal arbitral.⁶⁵¹ É recomendável, assim, que também nessa fase do processo o litígio seja apreciado por juízo especializado, ainda que a cognição realizada nesse momento seja sumária.

Por tais motivos, a convenção processual que modifica a competência pode ser também um importante instrumento de melhora do nosso sistema de *enforcement* no mercado de capitais.

⁶⁵⁰ Cf. Maria Helena Santana, “O Novo Mercado...”, p. 14; Calixto Salomão Filho, “Direito societário...”, p. 59; Luciano Benetti Timm, *Arbitragem nos contratos...*, p. 57; Luiz Eduardo Martins Ferreira, “O Novo Mercado...”, p. 400; e Daniel de Andrade Levy, “Aspectos polêmicos...”, p. 8 e 10 e “Estudo comparado...”, p. 275.

⁶⁵¹ Cf. João Paulo Hecker da Silva, *Processo societário...*, n. 52, p. 323 e 324.

CONCLUSÃO

Partindo do diagnóstico de que, ao menos no que diz respeito à tutela indenizatória, o modelo brasileiro de *enforcement* civil das normas do mercado de capitais é pouco efetivo, este trabalho sustentou que referida falta de efetividade se deve, em alguma medida, a deficiências da legislação processual.

Na tentativa de superar esse estado de coisas, foram feitas sugestões de (i) alterações do texto legal, (ii) adoção de interpretações mais consentâneas com o acesso à justiça (superação de barreiras de entrada e adaptações no modo-de-ser do processo) e (iii) emprego de convenções processuais. Sem diminuir a importância das duas primeiras alternativas, a última possibilidade pode ser um importante instrumento de mudança.

Da mesma forma que já se procurou desenvolver o mercado de capitais nacional por meio de soluções autorregulatórias voltadas à instituição de melhores práticas de governança corporativa e ao aprimoramento dos instrumentos de proteção ao investidor (Novo Mercado, por exemplo), é viável uma *saída contratual* para os mencionados problemas de *enforcement*. É possível, melhor dizendo, que os agentes de mercado valham-se da cláusula geral de convenção processual prevista no art. 190 do CPC e instituíam *melhores práticas processuais*.

O trabalho não tem a pretensão – e nem poderia ter – de esgotar todas as situações concretas em que pode ser pactuado um negócio processual como forma de solucionar os gargalos analisados no Capítulo II. O que se pretendeu foi tão-somente defender a utilização dessa ferramenta e dar alguns exemplos de como pode ser operacionalizada na prática. Reputa-se atendida, com isso, a finalidade a que se prestou a pesquisa, mormente porque, diante da citada cláusula geral, é infindável o campo de atuação das convenções processuais.⁶⁵²

Como se defendeu no Capítulo III, a melhor maneira de colocar em prática as convenções processuais é, para os fins deste trabalho, a sua inserção nos estatutos sociais das companhias. Essa inclusão pode se dar de diversas formas, sendo a mais adequada a adesão das companhias a corpos normativos emitidos por entidades autorreguladoras, que imponham a adoção das convenções nos estatutos das companhias aderentes. Esse é o modo mais recomendável porque tais corpos normativos (i) são mais do que meras

⁶⁵² Evidentemente, desde que respeitados os requisitos legais.

recomendações, (ii) vinculam todas as companhias que a eles aderem e (iii) o fazem uniformemente, sem os custos de transação que decorreriam do emprego de convenções particularizadas pelos agentes de mercado.

O consentimento dos contratantes é pressuposto de existência do negócio processual e, por isso, a obtenção das suas manifestações de vontade é um dos principais obstáculos a serem transpostos quando se trata de negócios coletivos. Essa dificuldade intensifica-se no âmbito do mercado de capitais, pois a base acionária de uma companhia aberta não só pode atingir centenas de milhares de pessoas como ser constantemente mutável. Para dar tratamento à questão, é necessário dividir os negócios processuais em dois grupos: os que criam apenas vantagens aos acionistas e os que, ao menos sob uma dada ótica, acarretam-lhes também desvantagens.

No primeiro grupo, as convenções podem ser pactuadas unilateralmente pela companhia (negócio jurídico unilateral) ou entre ela e o ente autorregulador. É desnecessária a participação do acionista, na medida em que essas convenções acrescentam ganhos à sua esfera jurídica, ao impor, em seu favor, obrigações e deveres adicionais às companhias, seus administradores e controladores. O acionista é apenas beneficiado com os pactos, e isso dispensa a necessidade de que aquiesça.

No segundo grupo, é necessário obter a anuência do acionista para que se considere vinculado ao pacto. A grande questão reside em como deve ser obtida tal aquiescência. É necessário, assim, dividir as situações concretas em diferentes categorias, cada qual sujeita a um regramento, como se expôs no item 24.

O trabalho tem a consciência de que melhorar as normas processuais hoje vigentes não resolverá todos os problemas da falta de efetividade do modelo brasileiro de *enforcement* civil no mercado de capitais, pois esse estado de coisas tem causas outras que não apenas os gargalos processuais tratados no Capítulo I. Mas se acredita que as soluções aqui propostas podem, em alguma medida, contribuir para a melhora desse cenário. E isso é o que basta para que se repute atendido o objetivo traçado no início da investigação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRÃO, Bernardo; FONSECA, Dario; e WANDERLEY, Letícia. “O papel da regulação e da autorregulação para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro”. In *Mercado de capitais brasileiro II* (coord. Mauro Rodrigues Pentead). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.
- _____; e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. “Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear”. *Processo Societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- _____. *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”. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n. 22. out./dez. 2003.
- ALLORIO, Enrico. *La cosa giudicata rispetto ai terzi*. Milano: Giuffrè, 1992.
- ALVARO DE OLIVEIRA, Carlos Alberto. *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. III, t. II, 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1998.
- ALVES, Rafael Francisco; e VERONESE, Lígia. “Arbitragem e empresas em crise: o acesso à Justiça e o cumprimento da convenção de arbitragem em vista da incapacidade financeira de uma das partes”. *Revista do Advogado*, n. 131, out. 2016.
- AKERLOF, George. “The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism”. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, ago. 1970.
- AMEC – Associação dos Investidores no Mercado de Capitais. *Carta AMEC Presi. nº 02/2013* (disponível em http://www.amecbrasil.org.br/doc2/Carta_Presi_02_13_Artigo_291.pdf; consultado em 12.12.16).
- ANDREWS, Neil. *O moderno processo civil* (trad. Teresa Arruda Alvim Wambier), 2ª ed. São Paulo: RT, 2012.

- ARAGÃO, Egas Moniz de. *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. II. 9ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1998.
- ARAGÃO, Paulo Cezar. “A CVM em juízo: limites e possibilidades”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34, out./dez. 2006.
- _____. “Aspectos processuais da legislação societária”. *Revista dos Tribunais*, v. 641, mar. 1989.
- ARAÚJO, Rodrigo Mendes de. *A representação adequada nas ações coletivas*. Salvador: Jus Podivm, 2013.
- ARDITO, Gianvito. “O ônus da prova no Novo Código de Processo Civil: a excepcionalidade da aplicação da teoria da distribuição dinâmica do ônus da prova”. In: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016.
- ARENHART, Sérgio Cruz. *A tutela coletiva de interesses individuais*, 2ª ed. São Paulo: RT, 2014.
- ARMOUR, John; BLACK, Bernard; CHEFFINS, Brian; e NOLAN, Richard. “Private enforcement of corporate law: an empirical comparison of the United Kingdom and the United States”. *Journal of Empirical Legal Studies*, v. 6, dez. 2009.
- ASCARELLI, Tullio. “O contrato plurilateral”. In: *Problemas das sociedades e o direito comparado*. 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 1969.
- AVRAHAM, Ronen. “Third-party litigation funding – a signaling model”. *DePaul Law Review*, v. 63, 2014.
- AZEVEDO, Luis André Negrelli de Moura. “Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras”. In: *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais* (coords. Rodrigo Monteiro de Castro e Luís André Negrelli Azevedo). São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- BACH, Mitchell L.; e APPLEBAUM, Lee. “A history of the creation and jurisdiction of business courts in the last decade”. *The Business Lawyer*, v. 60, nov. 2004.
- BACHA, Edmar Lisboa. “Incerteza jurisdicional e crédito de longo prazo”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (coords. Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.

- BAI, Lynn Bai; COX, James D.; e THOMAS, Randall S. “Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms”. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, jun. 2010.
- BARBOSA, Marcelo. “Apontamentos sobre poder de polícia e competência da Comissão de Valores Mobiliários”. In: *Temas de direito bancário e do mercado de capitais* (coords. Luiz Leonardo Cantidiano e Igor Muniz). Rio de Janeiro: Renovar, 2014.
- BARBOSA MOREIRA, José Carlos. “Convenções das partes sobre matéria processual”. *Revista de Processo*, n. 33, 1984.
- _____. “Notas sobre o problema da efetividade do processo”. In: *Temas de direito processual civil*, Terceira Série. São Paulo: Saraiva, 1984.
- BARRETO, Julio. *O conflito de interesses entre a companhia e seus administradores*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
- BARRETO FILHO, Oscar. “Medidas judiciais da companhia contra os administradores”. *RDM*, n. 40, out./dez. 1980.
- BARREIROS, Lorena Miranda Santos. *Convenções processuais e poder público*. Salvador: Jus Podivm, 2016.
- BASILIO, Ana Tereza; e LINS, Thiago Lins. “A relativização da confidencialidade na arbitragem: companhias abertas”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 49, abr./jun. 2016.
- BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Direito processual societário*. Rio de Janeiro: Forense, 1985.
- BAUMS, Theodor; e SCOTT, Kenneth Scott. “Taking shareholder protection seriously? Corporate governance in the United States and Germany”. *ECGI Law Working Paper*, n. 17, nov. 2003.
- BEDAQUE, José Roberto dos Santos. *Código de Processo Civil interpretado* (coord. Antonio Carlos Marcato). São Paulo: Atlas, 2004.
- _____. *Efetividade do processo e técnica processual*. 3ª ed., São Paulo: Malheiros, 2010.
- BENEDUZI, Renato. *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. II (coords. Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Cruz Arenhart e Daniel Mitidiero). São Paulo: RT, 2016.
- BILLIET, Philippe. “Introduction”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013.

- BIRDWELL, Ziven Scott. “The key elements for developing a securities market to drive economic growth: a roadmap for emerging markets”. *Georgia Journal of International and Comparative Law*, v. 39, 2011.
- BLACK, Bernard. “Strengthening Brazil's securities markets”. *RDM*, n. 120, out./dez. 2000.
- _____. “The core institutions that support strong securities markets”. *The Business Lawyer*, v. 55, ago. 2000.
- BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Reinier. “A self-enforcing model of corporate law”. In: *Foundations of corporate law* (coord. Roberta Romano), 2ª ed. New Providence: Lexis Nexis, 2006.
- BONASSA BUCKER, Fátima Cristina. “Demandas financiadas: third party funding”. *Revista do Advogado*, n. 131, out. 2016.
- BONFIM, Daniela Santos. “A legitimidade extraordinária de origem negocial”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2016.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 8ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2003.
- BORN, Gary. B. *International arbitration: law and practice*. Netherlands: Kluwer, 2012.
- BREKOULAKIS, Stavros. *Third parties in international commercial arbitration*. Oxford: Oxford Press, 2010.
- BRUSCATO, Wilges. “A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários”. *RDM*, n. 138, jun. 2005.
- BULGARELLI, Waldírio. *Comentários à Lei das S.A.*, v. 4. São Paulo: Saraiva, 1978.
- _____. *Regime jurídico da proteção às minorias das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.
- BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Responsabilidade civil do diretor de S.A.”. In: *A Lei das S/A*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.
- _____; e LAMY FILHO, Alfredo (coords.). *Direito das companhias*, vv. 1 e 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; e BRESCIANI, Rafael Helou. “Aspectos processuais da ação de responsabilidade do controlador movida por acionista titular de menos de 5%

- do capital social (art. 246, § 1º, 'b', da Lei 6.404/76". *Processo Societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- CAHALI, Francisco José. *Curso de arbitragem*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2013.
- CAHALI, Yussef Said. *Honorários advocatícios*, 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1990.
- CABRAL, Antonio do Passo. *Convenções processuais*. Salvador: Jus Podivm, 2016.
- CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa*. São Paulo: Almedina, 2011.
- CALAMANDREI, Piero. *Instituciones de derecho procesal civil*, v. II (trad. Santiago Sentís Melendo). Buenos Aires: El foro, s.d.
- CAMARGO, André Antunes Soares de. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 38, out./dez. 2007.
- CAMBI, Eduardo. "Teoria das cargas probatórias dinâmicas (distribuição dinâmica do ônus da prova) – exegese do artigo 373, §§ 1º e 2º do NCPC". In: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016.
- CAMINHA, Uinie. "Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais". In: *Arbitragem institucional – 12 anos da Lei 9.307/1996* (org. Haroldo Malheiros Verçosa). São Paulo: Malheiros. 2008.
- CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Direito das companhias* (coords. José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho), v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- 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. 52, abr./jun. 2011.
- CAPPELLETTI, Mauro; e GARTH, Bryant. *Acesso à justiça* (trad. Ellen Gracie Northfleet). Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2002.
- CÁRDENAS, Eugenio J. "Globalization of securities enforcement: a shift toward enhanced regulatory intensity in Brazil's capital market?". *Brooklyn Journal of International Law*, v. 37. 2012.
- CARDOSO, Christina Beyrodt; COELHO, Leonardo de C.; e RODOVALHO, Thiago. "Poderes, deveres e jurisdição de um tribunal arbitral". In: *Arbitragem comercial. Princípios, instituições e procedimentos. A prática no CAM-CCBC* (coords. Maristela Basso e Fabrício Polido). São Paulo: Marcial Pons, 2013.
- CARMONA, Carlos Alberto. *Arbitragem e processo: um comentário à Lei 9.307/96*. 3ª ed., São Paulo: Atlas, 2009.

- CARNEIRO, Athos Gusmão. *Intervenção de terceiros*, 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2006.
- CARNEIRO DA CUNHA, Leonardo. *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. III (coords. Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Cruz Arenhart e Daniel Mitidiero). São Paulo: RT, 2016.
- _____. “Negócios jurídicos processuais no processo civil Brasileiro”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira), 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016.
- CARNELUTTI, Francesco. *Instituciones del proceso civil*, v. I (trad. Santiago Sentís Melendo). Buenos Aires: El foro, 1997.
- CARPES, Artur Thompsen. “Notas sobre a interpretação do texto e aplicação das normas sobre o ônus (dinâmico) da prova no Novo Código de Processo Civil”. In: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016.
- CARVALHO, Jorge Morais; e GOUVEIA, Mariana França Gouveia “Arbitragens complexas: questões materiais e processuais”. *Revista internacional de arbitragem e conciliação*, ano IV, Lisboa: Almedina, 2011.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. II. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- _____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 3. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- _____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 4, t. II. 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2009.
- _____. “Responsabilidade civil de administradores e de acionistas controladores perante a Lei das S/A”. *Revista dos Tribunais*, n. 699, jan. 1994.
- CASADO FILHO, Napoleão. *Arbitragem comercial internacional e acesso à justiça: o novo paradigma do third party funding* (tese de doutorado). São Paulo: PUCSP, 2014.
- CBAR-Comitê Brasileiro de Arbitragem. *Separata – Arbitragem no Brasil – Pesquisa CBar-Ipsos*. São Paulo: IOB, 2012.
- CEREZETTI, Sheila Cristina Neder. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- CHEW, Margaret “The securities regulator in civil pursuit: quere a new enforcement option”. *Singapore Journal of Legal Studies*, 1999.

- CHIOVENDA, Giuseppe. *Instituições de direito processual civil* (trad. J. Guimarães Menegale), v. II, 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969.
- CHOI, Stephen; e PRITCHARD, Adam. “SEC investigations and securities class actions: an empirical conclusion”. *Law and Economics Working Papers*, Paper 55, 2012.
- CINTRA, Antônio Carlos de Araújo. “Estudo sobre a substituição processual no direito brasileiro”. *Revista dos Tribunais*, v. 809, mar. 2003.
- CLARK, Robert. Robert Clark. *Corporate law*. Boston: Little, Brown & Company, 1986.
- CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; e COPOLA, Marina. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella) São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, v. 2. 11ª ed., São Paulo: Saraiva, 2008.
- _____. “Profissão: minoritário”. *Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76* (coords. Rodrigo Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão). São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- COFFEE JR., John C. “Law and the market: the impact of enforcement”. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 156, n. 2, dez. 2007.
- _____. “Do norms matter? A cross-country evaluation”, *University of Pennsylvania Law Review*, 149, 2000-2001.
- _____. *Entrepreneurial litigation – its rise, fall, and future*. Cambridge: Harvard Press. 2015.
- _____; e SALE, Hillary. *Securities regulation – Cases and materials*, 12ª ed. New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2012.
- COMOGLIO, Luigi Paolo; FERRI, Corrado; e TARUFFO, Michele. *Lezioni sul processo civile*, v. I. Bologna: Il Mulino, 1995.
- COMPARATO, Fábio Konder. “Abuso de controle em grupo societário de fato: remédio jurídico cabível”. In: *Direito empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.
- _____. “Compra e venda de ações – acionista controlador – alienação de controle – incorporação – assembleia especial – cartas-patentes”. *Revista Forense*, v. 278, abr./jun. 1982.

- _____. “Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial”. In: *Direito empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.
- _____. *O poder de controle na sociedade anônima*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
- _____. “Responsabilidade na transferência de ações escriturais”. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.
- CORRÊA, Fábio Peixinho Gomes. “Negócios jurídicos processuais: uma nova fronteira?”. *Revista do Advogado*, n. 136, mai. 2015.
- CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994.
- _____. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989.
- COSTA, Caroline; SALATINO, Sílvia Cristina; e SANTOS, Thiago Alves Ferreira dos. “A instalação e organização de um tribunal arbitral”, In: *Arbitragem comercial. Princípios, instituições e procedimentos. A prática no CAM-CCBC* (coords. Maristela Basso e Fabrício Polido). São Paulo: Marcial Pons. 2013.
- COSTA, Guilherme Recena. *Partes e terceiros na arbitragem* (tese de doutorado). São Paulo: USP, 2015.
- COSTA E SILVA, Paula; e GRADI, Marco. “A intervenção de terceiros no procedimento arbitral no direito português e no direito italiano”. *Revista Brasileira de Arbitragem*, n. 28, jul./out. 2003.
- COX, James; e THOMAS, Randall. “SEC enforcement heuristics: an empirical inquiry”. *Duke Law Journal*, n. 53, 2003/2004.
- _____; e HILLMANN, Robert; e LANGEVOORT, Donald. *Securities regulation*, 7ª ed. New York: Kluwer, 2013.
- CRUZ E TUCCI, José Rogério. *A causa petendi no processo civil*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2009.
- _____. *Limites subjetivos da eficácia da sentença e da coisa julgada civil*. São Paulo: RT, 2006.
- _____. “Natureza e objeto das convenções processuais”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira), 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016.

- CUEVA, Ricardo Villas-Bôas. “Termo de compromisso no processo administrativo sancionador do Banco Central: possibilidade e limites”. In: *Direito sancionador* (coord. Fábio Medina Osório). Belo Horizonte: Fórum, 2007.
- D’ÁVILA, Daniela Peretti. *A atuação da Comissão de Valores Mobiliários como amicus curiae nos processos judiciais que envolvem o mercado de capitais*. São Paulo: Almedina, 2015.
- DERAIN, Yves; e DESCOMBES, Aurore. “Class actions and arbitration in the European Union – France”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor. Philippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013.
- DEVOLVÉ, Jean-Louis; POINTON, Gerald H.; e ROUCHE, Jean. *French arbitration law and practice*, 2ª. ed. Netherlands: Kluwer, 2009.
- DIAS, Rui Pereira. “Tutela da minoria social e convenções relativas às ações de responsabilidade”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin. 2015.
- DIDIER Jr., Fredie. “Fonte normativa da legitimação extraordinária no novo Código de Processo Civil: a legitimação extraordinária de origem negocial”. *Revista de Processo*, n. 232, jun. 2014.
- DIDIER JR., Fredie; e ZANETTI JR., Hermes. *Curso de direito processual civil*, v. 4, 10ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016.
- DIDIER JR., Fredie; e SOUZA, Marcos Seixas. “Formação do precedente e amicus curiae no direito imperial brasileiro: o interessante Dec. 6.142/1879”. *Revista de Processo*, n. 220, jun. 2013.
- DINAMARCO, Cândido Rangel. *A arbitragem na teoria geral do processo*. São Paulo: Malheiros, 2013.
- _____. *A instrumentalidade do processo*. 13ª ed., São Paulo, Malheiros, 2008.
- _____. “Das ações típicas”. In: *Fundamentos do processo civil moderno*, t. I. 6ª ed. São Paulo: Malheiros, 2010.
- _____. *Instituições de direito processual civil*, vv. I e II. 6ª ed., São Paulo, Malheiros, 2009.
- _____. *Instituições de direito processual civil*, v. III. 6ª ed., São Paulo, Malheiros, 2010.
- _____. *Instituições de direito processual civil*, v. IV. 3ª ed., São Paulo, Malheiros, 2009.

- _____. “Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários – questões processuais”. *Processo civil empresarial*. São Paulo: Malheiros, 2010.
- _____. “Sociedades anônimas e responsabilidade civil do administrador – legitimidade dos acionistas minoritários”. *Processo civil empresarial*. São Paulo: Malheiros, 2010.
- _____ ; e LOPES, Bruno Vasconcelos. *Teoria geral do novo processo civil*. São Paulo: Malheiros, 2016.
- _____ ; GRINOVER, Ada Pellegrini; e CINTRA, Antonio Carlos de Araújo. *Teoria geral do processo*. 18ª ed., São Paulo, Malheiros, 2005.
- DINAMARCO, Pedro Silva. *Código de Processo Civil anotado* (coords. José Rogério Cruz e Tucci, Manoel Caetano Ferreira Filho, Ricardo de Carvalho Aprigliano, Rogéria Fagundes Dotti e Sandro Gilbert Martins). São Paulo: AASP, 2015.
- DOLIDO, Edward P. “Confidentiality during and after arbitration”. In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net, 2010.
- DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Governança corporativa e Novo Mercado: proteção ao investidor e falhas no marco regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- _____. *Regulação e autorregulação no mercado de valores mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa* (tese de doutorado). São Paulo: USP, 2016.
- DREWS, Rafael. Induzzi. “Evolução histórica dos direitos individuais do acionistas”. In: *Direito societário contemporâneo II* (coord. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2015.
- EISENBERG, Melvin Aron. *The structure of the corporation*. Washington: Beard Books, 2006.
- EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*, vv. I e III. São Paulo, Quartier Latin, 2011.
- _____ ; e CARVALHOSA, Modesto. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- _____. “Arbitrabilidade objetiva nas sociedades anônimas e instituições financeiras. In: *Direito Societário – desafios atuais* (coords. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão). São Paulo: Quartier Latin, 2001.
- _____. “Insider trading’ e responsabilidade de administrador de companhia aberta”. In: *Questões de direito societário e mercado de capitais*, 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

- _____ ; e GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais. Regime jurídico*, 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2001.
- _____. “Responsabilidade civil e administrativa de diretor de companhia aberta”. In: *Questões de direito societário e mercado de capitais*, 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- ENGEL, Larry. “Commercial arbitration: winning over the skeptics”. In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net, 2010.
- FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub. *Termo de compromisso em processo administrativo sancionador da Comissão de Valores Mobiliários* (tese de doutorado). São Paulo: USP, 2013.
- FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub; e BRAUN, Lucas. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- FARIA, Guilherme Henrique Lage. *Negócios processuais no modelo constitucional de processo*. Salvador: Jus Podivm, 2016.
- FARIA, Marcela Kolbach de. “Negócios jurídicos processuais unilaterais e o requerimento de parcelamento do débito pelo executado”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2016.
- FERRARINI, Guido; e GIUDICI, Paolo. “Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case”. *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 40, maio 2005.
- FERREIRA, Luiz Eduardo Martins. “O Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa – a Câmara de Arbitragem do Mercado”. In: *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos* (org. Jairo Saddi). São Paulo: IOB, 2002.
- FERREIRA, Waldemar *Tratado de direito comercial*, v. IV. São Paulo: Saraiva, 1961.
- FINK, Daniel. “Alternativa à ação civil pública ambiental (reflexões sobre as vantagens do termo de ajustamento de conduta)”. In: *Ação Civil Pública – Lei 7.347/1985 – 15 anos* (coord. Édís Milaré), 2ª ed. São Paulo: RT, 2002.
- FORGIONI, Paula Andrea; e MESSINA, Paulo de Lorenzo. *Sociedade por ações: jurisprudência, casos e comentários*. São Paulo: RT, 1999.

- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. “A proteção dos credores e acionistas nos aumentos de capital social”. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.
- _____; e ADAMEK, Marcelo Vieira von. “Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear”. *Processo Societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- _____. “O conflito de interesses do administrador na incorporação de controlada”. In: *Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesse)*. São Paulo: Malheiros, 2014.
- FREITAS, João Lebre de. “Intervenção de terceiros em processo arbitral”. *Revista de Processo*, n. 209, jul. 2012.
- FRIAS, Angélica Ramos de. “Alcance subjetivo da cláusula compromissória na solução de conflitos societários e no âmbito do mercado de capitais”. In: *Mercado de capitais brasileiro – doutrina, cases & material* (coords. Mauro Rodrigues Penteado e Eduardo Secchi Munhoz). São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- FRONTINI, Paulo Salvador. “Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações”. *RDM*, n. 26, 1977.
- GELTER, Martin. “Why do shareholder derivative suits remain rare in continental Europe?”. *Brooklyn Journal of International Law*, v. 37, n. 3, 2012.
- GIDI, Antonio. *A class action como instrumento de tutela coletiva dos direitos*. São Paulo: RT, 2007.
- _____. “A representação adequada nas ações coletivas brasileiras: uma proposta”. *Revista de Processo*, n. 108, out./dez. 2002.
- _____. *Coisa julgada e litispendência em ações coletivas*. São Paulo: RT, 1995.
- _____. *Rumo a um Código de Processo Civil Coletivo – a codificação das ações coletivas no Brasil*. Rio de Janeiro: GZ, 2008.
- GILLEN, Mark; e PITTMAN, Potter. “The convergence of securities law and implications for developing securities markets”. *North Carolina Journal of International Law*, v. 24, 1998-1999.
- GILSON, Ronald. “Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy”. *Harvard Law Review*, v. 119, abr. 2006.

- GODINHO, Robson Renault. “A possibilidade de negócios jurídicos processuais atípicos em matéria probatória”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2ª ed., 2016.
- _____. *Negócios processuais sobre o ônus da prova no novo Código de Processo Civil*. São Paulo: RT, 2015.
- GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa*, 4ª ed. São Paulo: RT, 2012.
- _____. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2013.
- GORGA, Érica. “A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais”. *Revista de Administração*, v. 39, out./dez. 2004.
- _____. “Nada a esconder”. *Capital Aberto*. São Paulo: Antítese, ago. 2013.
- _____. “Is US law enforcement stronger than of a developing country? The case of securities fraud by Brazilian corporations and lessons for the private and public enforcement debate”. *Columbia Journal of Transnational Law*, v. 54, n. 3, 2016.
- _____; e HALBERSTAM, Michael. “Litigation discovery & corporate governance: the missing story about ‘the genius of American corporate law’”. *Emory Law Journal*, v. 63, 2014.
- _____. “Perda Dupla”. *Valor Econômico*, 23.2.16.
- GRINOVER, Ada Pellegrini. “A atividade administrativa em face do sistema constitucional”. In: *O processo – estudos e pareceres*, 2ª ed. São Paulo: DPJ, 2009.
- _____. “A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários: questões processuais”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo, Quartier Latin, 2012.
- _____. “A tutela jurisdicional dos interesses difusos no direito comparado”. In: *A tutela dos interesses difusos* (coord. Ada Pellegrini Grinover). São Paulo: Max Limonad, 1984.
- _____. “Ações coletivas ibero-americanas: novas questões sobre a legitimação e a coisa julgada”. *Revista Forense*, n. 361. Rio de Janeiro, maio./jun. 2002.
- _____. *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do Anteprojeto*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.
- _____. “Novas questões sobre a legitimação e a coisa julgada nas ações coletivas”. In: *O processo – estudos e pareceres*, 2ª ed. São Paulo: DPJ, 2009.

- GUERRERO, Luis Fernando. *Convenção de arbitragem e processo arbitral*. São Paulo: Atlas, 2009.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Conflito de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais”. *RDM*, n. 51, 1963.
- _____; e TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979.
- _____. “Direito das minorias na sociedade anônima”. *RDM*, n. 63, 1986.
- _____. *Fundamentos da arbitragem do comércio internacional*. São Paulo: Saraiva, 1993.
- _____. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”. *RDM*, n. 42, abr./jun. 1981.
- _____. “Sobre o poder disciplinar da CVM”. *RDM*, n. 43, jul./set. 1981.
- _____. “Sociologia do poder na sociedade anônima”. *RDM*, n. 77, jan./mar. 1990.
- GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida Guilherme. “As novas formas de atuação do advogado no mundo globalizado empresarial – a arbitragem no mercado de capitais”. In: *Arbitragem institucional – 12 anos da Lei 9.307/1996* (org. Haroldo Malheiros Verçosa). São Paulo: Malheiros. 2008.
- HANOTIAU, Bernard. *Complex arbitrations – multiparty, multicontract, multi-issue and class actions*. Netherlands: Kluwer, 2005.
- HANSMANN, Henry; ARMOUR, John; e KRAAKMAN, Reinier. “Agency problems and legal strategies”. In: *The anatomy of corporate law*, 2ª ed. Oxford: Oxford University Press.
- HATANAKA, Alex. “Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto”. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 3, maio 2016.
- HENN, John H. Henn, “Where should you litigate your business dispute? In an arbitration or through the courts?”. In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net. 2010.
- HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; e ROCK, Edward Rock. “Issuers and investor protection”. In: *The anatomy of corporate law*, 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2009.

- HOPT Klaus; e VOIGT, Hans-Christoph. *Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005.
- HUANG, Robin Hui. “Private enforcement of securities law in China: a ten-year retrospective and empirical assessment”. *The American Journal of Comparative Law*, v. 61, 2013.
- HUNTER, Ian; e FLANNERY, Louis. “Class action and arbitration procedures – United Kingdom”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013.
- ISSACHAROFF, Samuel; e MILLER, Geoffrey. “Will aggregate litigation come to Europe?”, *Vanderbilt Law Review*, v. 69, 2009.
- ISSACHAROFF, Samuel. “Regulating after the fact”. *De Paul Law Review*, v. 56. 2007.
- JOHNSON, Jennifer. “Wall Street meets the wild west: bringing law and order to securities arbitration”. *North Carolina Law Review*, v. 84, 2005-2006.
- KANDIR, Antonio. “A nova CVM e a modernização da Lei das S.A.”. In: *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas* (coord. Jorge Lobo). Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- KECSKÉS, László; e WALLACHER, Lajos. “Class action and arbitration procedures – Hungary”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013.
- KING, Robert G.; e LEVINE, Ross. “Finance and growth: Schumpeter might be right”. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 108, n. 3, ago. 1993.
- KRAAKMAN, Reinier. “Gatekeepers: the anatomy of a third-party enforcement strategy”. *Journal of Law, Economics & Organization*, v. 2, 1986.
- _____ ; ENRIQUES, Luca; e HANSMANN, Henry. “The basic governance structure: the interest of shareholders as a class”. In: *The anatomy of corporate law*, 2^a ed. Oxford: Oxford University Press, 2009.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert. “Investor protection and corporate valuation”. *The Journal of Finance*, v. 57, jun. 2002.
- _____. “Legal determinants of external finance”. *The Journal of Finance*, v. 52, jul. 1997.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; e SHLEIFER, Andrei . “What works in securities laws?”. *The journal of finance*, v. 61, fev. 2006.

- LAMY FILHO, Alfredo. “O acionista controlador e a nova Lei de S.A.”. In: *Temas de S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- _____. “Responsabilidade dos administradores – Atas aprovadas por assembleia geral – Prescrição – Ação proposta contra administrador”. In: *Temas de S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Abuso do poder de controle em aumento de capital social de banco comercial”. *A Lei das S/A*, v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.
- LANGEOVORT, Donald. “Capping damages for open-market securities fraud”. *Arizona Law Review*, v. 38, 1996.
- LATELLA, Dario. “Shareholder derivative suits: a comparative analysis and the implications of the European Shareholders’ Rights Directive”. *European Company and Financial Law Review*, v. 6, n. 2, 2009.
- LAZZARESCHI NETO, Alfredo. *Lei das Sociedades por Ações anotada*, 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- _____. “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. *RDM*, n. 153/154, jan./jul. 2010.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 50. jul./set. 2016.
- _____. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. II. São Paulo: Saraiva, 1980.
- _____. “Conflito de Interesses”. In: *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: RT, 1989.
- _____. *Mercado de capitais e “insider trading”*. São Paulo: RT, 1982.
- LEMES, Selma Ferreira. “Análise da Pesquisa Arbitragem em Números de 2010 a 2013” (disponível em <http://selmalemes.adv.br/artigos/An%C3%A1lise%20da%20Pesquisa%20Arbitragem%20em%20N%C3%BAmeros%20-2010-2013.pdf>, 2014 (consultado em 21.11.16)).
- _____. BRAGHETTA, Adriana; GABBAY, Daniela; PITOMBO, Eleonora; e ALVES, Rafael. “Arbitragem e Poder Judiciário: uma radiografia dos casos que chegam ao Judiciário brasileiro”. *Cadernos Direito GV*, v. 6, n. 6, nov. 2009
- LEONEL, Ricardo de Barros. *Manual do processo coletivo*. 3ª ed. São Paulo: RT, 2013.
- LEVINE, Ross; e ZERVOS, Sara. “Stock markets, banks, and economic growth”. *The American Economic Review*, v. 88, n. 3, jun. 1998.

- LEVY, Daniel de Andrade. “Aspectos polêmicos da arbitragem no mercado de capitais”. *Revista Brasileira de Arbitragem*, n. 27, jul-ago-set 2010.
- _____. “Estudo comparado da arbitragem no mercado de capitais”. *RDM*, n. 155/156, ago./dez. 2010.
- LICATTI, Taissa Macaferri Licatti. “Novo Mercado: influência e aspectos relacionados à inserção da cláusula compromissória arbitral nos estatutos sociais”. In: *Arbitragem institucional – 12 anos da Lei 9.307/1996* (org. Haroldo Malheiros Verçosa). São Paulo: Malheiros. 2008.
- LIEBMAN, Enrico Tullio. *Manual de direito processual civil*, v. 1 (trad. Cândido Rangel Dinamarco), 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2005.
- LOBO, Jorge. *Direitos dos acionistas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- _____. “Reforma da Lei das S.A.”. In: *A reforma da Lei das S.A.* (coord. Jorge Lobo). São Paulo: Atlas, 1998.
- LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. *Honorários advocatícios no processo civil*. São Paulo: Saraiva, 2008.
- LOOMIS JR., Philip. “Enforcement problems under the federal securities law”. *The Business Lawyer*, v. 14, abr. 1959.
- LUCON, Paulo Henrique dos Santos. “Garantias do tratamento paritário das partes”. In: *Garantias constitucionais do processo civil* (coord. José Rogério Cruz e Tucci). São Paulo: RT, 1999.
- _____. (coord.). *Tutela coletiva*. São Paulo: Atlas, 2006.
- LUCON, Paulo Henrique dos Santos; e SILVA, Érica Barbosa e. “Análise crítica da liquidação e execução na tutela coletiva”. In: *Tutela coletiva* (coord. Paulo Henrique dos Santos Lucon). São Paulo: Atlas, 2006.
- LUCON, Paulo Henrique dos Santos; e SILVA, João Paulo Hecker da. “Apontamentos sobre relações entre algumas demandas societárias sob a égide do novo Código de Processo Civil”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- LUISO, Francesco Paolo. “Appunti sull’arbitrato societario”. *Rivista di Diritto Processuale*, v. 58, jul./set. 2003.
- MACHADO, Marcelo Pacheco. *Código de Processo Civil anotado* (coords. José Rogério Cruz e Tucci, Manoel Caetano Ferreira Filho, Ricardo de Carvalho Aprigliano, Rogéria Fagundes Dotti e Sandro Gilbert Martins). São Paulo: AASP, 2015.

- MAGALHÃES, José Carlos de; e BAPTISTA, Luiz Olavo. *Arbitragem comercial*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1986.
- MAGALHÃES, Rodrigo Almeida. “O controlador e sua responsabilidade na sociedade anônima”. In: *Sociedades anônimas e mercado de capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima* (coords. Arnaldo Wald, Fernando Gonçalves, Moema Soares de Castro, Bernardo Freitas e Mário Tavernard). São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- MAIA DA CUNHA, Fernando Antonio; e outro. “A arbitragem e os limites à atuação do Judiciário nos litígios societários”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- MANCUSO, Rodolfo de Camargo. “Ação civil pública para tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários”. *Revista dos Tribunais*, v. 650, 1989.
- _____. *Acesso à justiça: condicionantes legítimas e ilegítimas*. São Paulo: RT, 2015.
- MARIANI, Rômulo Greff. *Arbitragens coletivas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2015.
- MARINONI, Luiz Guilherme. *Teoria geral do processo*. 4ª ed., São Paulo: RT, 2010.
- MARINONI, Luiz Guilherme; e ARENHART, Sérgio Cruz. *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. VI. São Paulo: RT, 2016.
- MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio; e MITIDIERO, Daniel. *Novo Código de Processo Civil comentado*. São Paulo: RT, 2015.
- MARTINS, Fran. “Ação individual de responsabilidade civil contra administradores de sociedades anônimas”. In: *Novos estudos de direito societário*. São Paulo: Saraiva, 1988.
- _____. *Comentários à Lei das S.A.*, v. III. 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1985.
- MARTINS, Pedro Batista. *Arbitragem no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, v. 1, t. 1 e 2. São Paulo: FGV, 2015.
- MAZONETTO, Nathalia. *Partes e terceiros na arbitragem* (tese de doutorado). São Paulo: USP, 2011.
- MEDAUAR, Odete. *O processo administrativo em evolução*. São Paulo: Saraiva, 1992.
- MEIRELLES, Hely Lopes. *Ação civil pública - mandado de segurança*. São Paulo: Malheiros, 28ª ed., 2005.

- MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. *Ações coletivas no direito comparado e nacional*, 2ª ed. São Paulo: RT, 2009.
- MONFORTE, José Guimarães Monforte, “O mercado de capitais brasileiro visto por um emissor”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (orgs. Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrystosomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.
- MOSES, Margaret L. *The principles and practice of international commercial arbitration*, 2ª ed., Cambridge: Cambridge Press, 2010.
- MOUZALAS, Rinaldo; e ATAÍDE JÚNIOR, Jaldemiro Rodrigues de. “Distribuição do ônus da prova por convenção processual”. *Revista de Processo*, n. 240, 2015.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin: 2012.
- _____. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- _____. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima. Importância dos mecanismos privados de efetivação dos deveres do acionista controlador e dos administradores” (no prelo).
- NAGAREDA, Richard A. “Aggregate litigation across the atlantic and the future of American exceptionalism”. *Vanderbilt Law Review*, v. 62, n. 1, jan. 2009.
- NERY, Ana Luiza. *Arbitragem coletiva*. São Paulo: RT, 2016.
- NOBRE, César Augusto Di Natale. “Amicus curiae: uma abordagem processual da figura no âmbito da CVM e do CADE”. *Revista Dialética de Direito Processual*, n. 132, mar. 2014.
- NOGUEIRA, Pedro Henrique. *Breves comentários ao Código de Processo Civil* (coords. Teresa Arruda Alvim Wambier, Fredie Didier Jr. Eduardo Talamini e Bruno Dantas). São Paulo: RT, 2015.
- _____. *Negócios jurídicos processuais*, 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016.
- NOVAES, Ana. “Mercado de capitais: lições da experiência internacional”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (coords. Edmar Bacha e Luiz Chrystosomo de Oliveira Filho), Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.
- NUNES, Pinto. José Emílio. “A confidencialidade na arbitragem”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, n. 6, jul./set. 2005.

- OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Quartier Latin, 2014.
- OIOLI, Erik Frederico; e LEIRIÃO FILHO, José Afonso. “Os empecilhos à tutela judicial dos investidores no mercado de capitais e a class action no Brasil”. *Processo Societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- OLIVEIRA, Paulo Mendes de. “Negócios processuais e o duplo grau de jurisdição”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2ª ed., 2016.
- PACHECO, Aline; CERQUEIRA, Bruno de; MARQUES, Evy; e MILNIZKY, Mariana. “CVM: Limites de sua competência”. In: *Mercado de capitais brasileiro II* (coord. Mauro Rodrigues Pentead). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- PACÍFICO, Luiz Eduardo Boaventura. *O ônus da prova no direito processual civil*. São Paulo: RT, 2000.
- PARENTE, Eduardo de Albuquerque. *Processo arbitral e sistema*. São Paulo: Atlas, 2012.
- PARENTE, Norma Jonssen. “Limites da responsabilidade dos administradores pela indenização de prejuízos”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 31, jan./mar. 2006.
- _____. “Principais inovações introduzidas pela Lei nº 10.303, de 31 de Outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações”. In: *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas* (coord. Jorge Lobo). Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- PARENTONI, Leonardo. “Ônus da sucumbência nas ações de responsabilidade civil contra o administrador de sociedades empresárias”. In: *Sociedades anônimas e mercado de capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima* (coords. Arnaldo Wald, Fernando Gonçalves, Moema Soares de Castro, Bernardo Freitas e Mário Tavernard). São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Muller; e BARBOSA JR., Alberto. “Cláusulas arbitrais no mercado de capitais brasileiro: alguns dados empíricos”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, n. 40, 2014.
- PEIXOTO, Ravi; e MACÊDO Lucas Buril de. *Ônus da prova e sua dinamização*, 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016.

- PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. V (coords. Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Cruz Arenhart e Daniel Mitidiero). São Paulo: RT, 2016.
- _____. *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- _____; e WARDE Jr., Walfrido Jorge. “Elementos para uma metodologia do processo societário”. In. *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- _____; e CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. “O Judiciário e os litígios empresariais: a bem-sucedida experiência do Tribunal de Justiça de São Paulo”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 65. São Paulo: RT, jul./set. 2014.
- _____; e SANCHEZ, Guilherme Cardoso. “Sócios minoritários e a arbitragem societária”. *Valor Econômico*, 26.4.12.
- _____; e CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AMARAL JR., José Romeu. “Varas empresariais?”. Folha de São Paulo (Tendências/Debates), 23.7.13.
- PEREIRA, Guilherme Setoguti; e YARSHELL, Flávio Luiz. “Apresentação”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- PEREIRA, César Guimarães; e QUINTÃO, Luísa. “Arbitragem coletiva no Brasil: a atuação de entidades representativas (art. 5º, XXI, da CF)” (disponível em <http://m.migalhas.com.br/depeso/226706/arbitragem-coletiva-no-brasil-a-atuacao-de-entidades-representativas>; consultado em 10.1.17).
- PEREIRA, José Olympio. “Habemus mercado”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (orgs. Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrystosomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.
- PINHEIRO, Armando Castelar. “Em direção a uma agenda de reformas”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (orgs. Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrystosomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.
- PITT, Harvey; e SHAPIRO, Karen. “Securities regulation by enforcement: a look ahead at the next decade”. *Yale Journal on Regulation*, v. 7, 1990.
- PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

- PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Comentários ao Código de Processo Civil*, t. III. Rio de Janeiro: Forense, 1974
- _____. *Tratado de direito privado*, t. 50. 3ª ed. São Paulo: RT, 1984.
- PRADO, Viviane Muller. “Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores”, disponível em https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores dados e reflexões sobre o não ressarcimento de investidores”, 2016 (consultado em 28.12.16).
- PRADO, Viviane Muller; e BURANELLI, Vinícius Correa. *Relatório da pesquisa de jurisprudência sobre direito societário e mercado de capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo*. Caderno Direito GV, nº 9, jan. 2006.
- PRADO, Viviane Muller; e DECCACHE, Antonio. “Arbitragem coletiva e companhias abertas” (no prelo).
- PRADO, Viviane Muller; PALMA, Juliana de; SILVA, Alexandre Pacheco da; ANDRADE, Luiz Antonio de. “Pesquisa empírica sobre o CRSFN: resultados e debates”. In: *Estudos avançados de mercado de capitais* (coords. Juliana de Palma e Viviane Muller Prado). Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- PRADO, Viviane Muller; e SALAMA, Bruno M. “Legal protection of minority shareholders of listed corporations in Brazil: brief history, legal structure and empirical evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, v. 4, 2011.
- PRADO, Viviane Muller; e VILELA, Renato. “Indenização de investidores por termo de compromisso”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- _____; e BARBOSA JR., Alberto. “Notas sobre a revisão judicial dos atos de gestão em sociedades anônimas: os tribunais judiciais podem aprender com a CVM?”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- PURI, Poonam. “Securities litigation and enforcement: the canadian perspective”. *Brooklin Journal of International Law*, v. 37, 2012.

- RAMIREZ, Steven. “The virtues of private securities litigation: an historic and macroeconomic perspective”, *Loyola University Chicago Law Journal*, v. 45, n. 3, 2014.
- REDONDO, Bruno Garcia. “Negócios processuais: necessidade de rompimento radical com o sistema do CPC/1973 para a adequada compreensão da inovação do CPC/2015”. *Revista Dialética de Direito Processual*, n. 149, ago. 2015.
- REGHIZZI, Gabriele Crespi; e DRAGONI, Matteo. “Class actions and arbitration in the European Union – Italy”. In: *Class arbitration in the European Union* (editor. Philippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013.
- RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; e AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. “Os investidores institucionais e o desenvolvimento do mercado de capitais”. *Sociedades anônimas e mercado de capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima* (coords. Arnaldo Wald, Fernando Gonçalves, Moema Soares de Castro, Bernardo Freitas e Mário Tavernard). São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- RICCI, Edoardo F. “Il nuovo arbitrato societario”. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, v. 57, Milano: Giuffrè, jun. 2003
- ROCHA, Bruno. “Limites e oportunidades do mercado de ações no Brasil”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (coords. Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.
- RODRIGUES, Ana Carolina. “A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas e a proteção dos acionistas minoritários”. *Revista de Direito Público da Economia*, n. 45, jan./mar. 2014.
- _____. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* (dissertação de mestrado). São Paulo: Escola de Direito da FGV, 2011.
- RODRIGUES, Geisa de Assis. *Ação civil pública e termo de ajustamento de conduta: teoria e prática*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.
- RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001.
- RODRIGUES, Viviane Siqueira. *O processo coletivo para a defesa dos direitos individuais homogêneos* (dissertação de mestrado). São Paulo: USP, 2012.

- ROE, Mark; e JACKSON, Howell. “Public and private enforcement of securities laws: resource-based evidence”. *Public law & legal theory research paper series*, n. 28, 2009.
- ROMANO, Roberta. “Empowering investors: a market approach to securities regulation”. *Yale Law Review*, v. 107, n. 5, 1998.
- _____. (org.). *Foundations of corporate law*, 2ª ed. New Providence: Lexis Nexis.
- _____. “The shareholder suit: litigation without foundation?”. *The Journal of Law, Economics & Organizations*, v. 7, n. 1, 1991.
- ROQUE, André Vasconcelos. *Arbitragem de direitos coletivos no Brasil: admissibilidade, finalidade e estrutura* (tese de doutorado). Rio de Janeiro: UERJ, 2014.
- ROSE, Amanda. “Reforming securities litigation reform: restructuring the relationship between public and private enforcement of Rule 10B-5”. *Columbia Law Review*, v. 108, n. 6, out. 2008.
- _____. “The multienforcer approach to securities fraud deterrence: a critical analysis”. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, 2010.
- _____; e LEBLANC, Larry. Amanda Rose e Larry LeBlanc, “Policing public companies: an empirical examination of the enforcement landscape and the role played by state securities regulators”. *Florida Law Review*, v. 65, 2013.
- SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de sociedades anônimas*. São Paulo: Almedina, 2015.
- SADDI, Jairo. “Qual é o melhor sistema jurídico para o mercado de capitais?”. In: *Direito societário – desafios atuais* (coords. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão). São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- SALAMA, Bruno Meyerhof. “Análise econômica da arbitragem”. In: *Direito e economia no Brasil* (coord. Luciano Benetti Timm). São Paulo: Atlas, 2012.
- _____. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil*. São Paulo: Malheiros, 2014.
- SALLES, Carlos Alberto de. *A arbitragem em contratos administrativos*. Rio de Janeiro: Gen Forense, 2011.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *A sociedade unipessoal*. São Paulo: Malheiros, 1995.
- _____. “Alienação de controle: vaivém da disciplina e seus problemas”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.
- _____. “Deveres fiduciários do controlador”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

- _____. “Direito societário e Novo Mercado”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.
- _____. “Organização interna: estrutura orgânica tríplice”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006
- SAMPAIO DE LACERDA, J. C. *Comentários à Lei das S/A*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 1978.
- SANTANA, Maria Helena. “O Novo Mercado” (2008), disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf> (acessado em 8.11.14).
- SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina Osório; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais – regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- SANTOS, Aline de Menezes. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. In: *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* (coord. Marcelo von Adamek). São Paulo: Malheiros, 2011.
- SATTA, Salvatore. *Direito processual civil*, v. I (trad. Luiz Autuori), 7ª ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1973.
- SAVITT, William; e YAVITZ, Noah. *The securities litigation review – Chapter 14* (editor William Savitt). London: Law Business Research, 2015.
- SCARPINELLA BUENO, Cassio. *Curso sistematizado de direito processual civil*, v. 1, 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- _____. *Novo Código de Processo Civil anotado*. São Paulo: Saraiva, 2015.
- _____. *Partes e terceiros no processo civil brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2003.
- SHANNON, Victoria. “Harmonizing third-party litigation funding regulation”. *Cardozo Law Review*, v. 36, 2015.
- SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- SILVA, João Paulo Hecker da. *Processo societário – tutelas de urgência e da evidência*. Brasília: Gazeta Jurídica, 2014.
- SILVA, João Paulo Hecker da; e LUCON, Paulo Henrique dos Santos. “Apontamentos sobre relações entre algumas demandas societárias sob a égide do novo Código de Processo Civil”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015.

- SILVA, Beclaute Oliveira, “Verdade como objeto do negócio jurídico processual”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira). Salvador: Jus Podivm, 2ª ed., 2016.
- SILVA, Paula Costa e; e outro. “A intervenção de terceiros no procedimento arbitral no direito português e no direito italiano”. *Revista brasileira de arbitragem*, n. 28. São Paulo, jul./out. 2003.
- SILVEIRA, Bruna Braga da. “A distribuição dinâmica do ônus da prova no CPC-2015”. In: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016.
- SPALDING, Francis O. “Selecting the arbitrator: what counsel can do”. In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net. 2010.
- SPINELLI, Luís Felipe Spinelli. *Conflito de interesses na administração da sociedade anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012.
- _____. “Conflito de interesses na administração da sociedade anônima: respeito à regra procedimental e inversão do ônus da prova”. In: *Modelos de Direito Privado* (coord. Judith Martins-Costa). São Paulo: Marcial Pons, 2014.
- STEIN, Raquel. *Arbitrabilidade no direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.
- STEINITZ, Maya. “Whose claim is this anyway – third-party litigation funding”. *Minnesota Law Review*, v. 95, 2011.
- STRONG, Stacie. “Enforcing class arbitration in the international sphere: due process and public policy concerns”. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, v. 30, 2008.
- SUNDFELD, Carlos Ari. “A importância do procedimento administrativo”. *Revista de Direito Público*, n. 84. out./dez. 1987.
- TALAMINI, Eduardo. *Breves comentários ao novo Código de Processo Civil* (coords. Teresa Arruda Alvim Wambier, Fredie Didier Jr., Eduardo Talamini e Bruno Dantas). São Paulo: RT, 2015.
- TANJI, Márcia. *Mercado de capitais brasileiro e tutela coletiva dos interesses* (dissertação de mestrado). São Paulo: USP, 2009.
- TANNOUS, Thiago Saddi. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015.

- TARZIA, Giuseppe. “L’intervento del terzo nell’arbitrato”. In: *Estudos em homenagem à Professora Ada Pellegrini Grinover* (orgs. Flávio Luiz Yarshell e Maurício Zanoide de Moraes). São Paulo: DPJ, 2005.
- TATSUTA, Misao. “Enforcement of japanese securities legislation”. *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, v. 1, out. 1978.
- TAVARES, Osvaldo Hamílton. “A CVM como ‘amicus curiae’”. *Revista dos Tribunais*, v. 690, abr. 1993.
- TEIXEIRA, Nilson. “O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (coords. Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho). Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.
- TELJANOVSKI, Cento. “Third-party funding in Europe”. *Journal of Law, Economics & Policy*, v. 3. 2012.
- TELLECHEA, Rodrigo. *Arbitragem nas sociedades anônimas – direitos individuais e princípio majoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.
- TERPINS, Nicole Mattar. “Responsabilidade administrativa dos administradores e do controlador”. In: *Direito societário contemporâneo II* (coord. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2015.
- THEODORO JR., Humberto. “Arbitragem e terceiros – litisconsórcio fora do pacto arbitral – outras intervenções de terceiros”. *Revista da Pós Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, v. 4, 2002.
- THOMPSON, Robert B.; e THOMAS, Randall S. “The new look of shareholder litigation: acquisition-oriented class actions”. In: *Foundations of corporate law* (coord. Roberta Romano), 2ª ed. New Providence: Lexis Nexis.
- TIMM, Luciano Benetti. *Arbitragem nos contratos empresariais, internacionais e governamentais*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. “A tutela jurisdicional do mercado de valores mobiliários”. *RT*, v. 667. São Paulo, 1991.
- _____. *O conselho de administração na sociedade anônima*. São Paulo: Atlas, 1997.
- TONIN, Mayara Gasparoto; e ISFER, Mayara Roth. “Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (enforcement) no mercado de valores mobiliários brasileiro”. *Revista de Direito Empresarial*, v. 9, mai./jun. 2015.
- TORNAGHI, Hélio. *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. II. São Paulo: RT, 1975.

- TRINDADE, Marcelo Fernandez. “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”.
In: *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos* (org. Jairo Saddi). São Paulo: IOB, 2002.
- _____; e ALMEIDA, Fabiana Martins de. *The securities litigation review - Chapter 3* (editor William Savitt). London: Law Business Research, 2015.
- TRIUNFANTE, Armando Manuel. *A tutela das minorias nas sociedades anônimas – direitos individuais*. Coimbra: Coimbra, 2004.
- TUCCI, Rogério Lauria. “Negócio jurídico processual”. In: *Enciclopédia Saraiva do Direito*. São Paulo: Saraiva, 1977, v. 54.
- VALOR ECONÔMICO. *Caderno especial arbitragem*. São Paulo, 1.12.11.
- VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*, v. III. 3ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1959.
- VASCO, José Alexandre Cavalcanti. “A proteção e educação ao investidor: 1976/2006”.
Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n. 34. out./dez. 2006.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. “A arbitragem e o mercado de capitais”. *RDM*, n. 146, abr./jun. 2007.
- _____. *Arbitragem institucional – 12 anos da Lei 9.307/1996* (org. Haroldo Malheiros Verçosa). São Paulo: Malheiros. 2008.
- _____. *Responsabilidade civil especial nas instituições financeiras e nos consórcios em liquidação extrajudicial*. São Paulo: RT, 1993.
- VIDAL NETO, Ademar Vidal Neto. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Laura Patella e Gabriela Codorniz). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- VIEIRA, Maíra de Melo; BENETTI, Giovana; VERONESE, Lígia; e BOSCOLO, Ana Tereza. “Arbitragem nos conflitos societários, no mercado de capitais e a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BM&FBovespa”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 40, jan. 2014.
- VIEIRA, Fernando Grella. “A transação na esfera da tutela dos interesses difusos e coletivos: compromisso de ajustamento de conduta”. In: *Ação civil pública – Lei 7.347/1985 – 15 anos* (coord. Édís Milaré), 2ª ed. São Paulo: RT, 2002.
- VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Tutela jurisdicional coletiva*, 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- VILELA, Marcelo Dias Gonçalves Vilela. *Arbitragem no direito societário*. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

- VIO, Daniel de Ávila. “Anotações sobre os grupos de sociedades de subordinação e os direitos de minoria”. In: *Direito societário contemporâneo II* (coord. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2015.
- VITORELLI, Edilson. *O devido processo legal coletivo*. São Paulo: RT, 2016.
- WAISBERG, Ivo. *Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais*. São Paulo: RT, 2002.
- WALD, Arnoldo. “A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os direitos dos minoritários na nova Lei das S.A.”. In: *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas* (coord. Jorge Lobo). Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- _____. “Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas no direito brasileiro”. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, nov. 2016.
- WARDE JR, Walfrido Jorge; e MAIA DA CUNHA, Fernando Antonio. “A arbitragem e os limites à atuação do Judiciário nos litígios societários”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo, Quartier Latin, 2012.
- WATANABE, Kazuo. *Os processos coletivos nos países de civil law e common law*. São Paulo: RT, 2008.
- _____. “Tutela jurisdicional dos interesses difusos: a legitimação para agir”. In: *A tutela dos interesses difusos* (coord. Ada Pellegrini Grinover). São Paulo: Max Limonad, 1984.
- WEBER, Ana Carolina. “O novo regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 36, jan./mar. 2013.
- WEIDEMAIER, W. Mark C. “Judging-Lite: How Arbitrators Use and Create Precedent”, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1982144 (consultado em 10.12.16).
- WEISS, Elliot J.; e WHITE, Lawrence J. “File early, then free ride: how Delaware law (mis)shapes shareholder class actions”. In: *Foundations of corporate law* (coord. Roberta Romano), 2ª ed. New Providence: Lexis Nexis, 2006.
- WEIXIA, Gu. “Securities arbitration in China: a better alternative to retail shareholder protection”. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 33, 2012-2013.
- WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015.

- _____ ; e DONAGGIO, Angela; SERAFIM, Tatiana Flores. “Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o Novo Mercado”. In: *Mercado de Capitais Brasileiro II* (coord. Mauro Rodrigues Penteado). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- WORLD BANK. *Institutional foundations for financial markets*, 2006, disponível em <http://siteresources.worldbank.org/INTTOPACCFINSER/Resources/Institutional.pdf>, p. 1 (consultado em 8.11.14).
- YABLON, Charles M. “On the allocation of burdens of proof in corporate law: an essay on fairness and fuzzy sets”. *Cardozo Law Review*, v. 13, 1991-1992.
- YARSHELL, Flávio Luiz. *Antecipação da prova sem o requisito da urgência e direito autônomo à prova*. São Paulo: Malheiros, 2009.
- _____. “Convenção das partes em matéria processual: rumo a uma nova era?”. In: *Negócios processuais* (coords. Antonio do Passo Cabral e Pedro Henrique Nogueira), 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016.
- _____. “Convenção das partes em matéria processual no Novo CPC”. *Revista do Advogado*, v. 126, mai. 2015.
- _____. *Curso de direito processual civil*, v. I. São Paulo, Marcial Pons, 2014.
- _____. “Observações a propósito da liquidação na tutela de direitos individuais homogêneos”. In: *Atualidades sobre liquidação de sentença* (coord. Teresa Arruda Alvim Wambier). São Paulo: RT, 1997.
- _____. “Prefácio” a BARREIROS, Lorena Miranda Santos Barreiros. *Convenções processuais e Poder Público*. Salvador: Jus Podivm, 2016.
- _____. *Tutela jurisdicional*. 2ª ed., São Paulo, DPJ, 2006.
- YAZBEK, Otavio. “Reflexões sobre a atividade sancionadora da CVM em caso de descumprimento de regras de direito societário”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- _____. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- ZABAGLIA, Rafael. “Financiamento de litígios comerciais pode ganhar força no Brasil”. *Capital Aberto Aberto Seletas*, ed. 42, ago. 2016; disponível em <https://capitalaberto.com.br/category/edicoes/seletas/seletas-42/> (consultado em 21.12.16).
- ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: RT, 2007.

ZANZUCCHI, Marco Tullio. *Diritto processuale civile*, v. I, 6ª ed. Milano: Giuffrè, 1964.

ZAVASCKI, Teori Albino. *Processo coletivo*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2008.

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.