

A controversa tutela coletiva de direitos do mercado de capitais

Grasiela Cerbino

I. Contextualização fática e relevância do tema II. O exercício da tutela coletiva de direitos e suas controvérsias (i) A legitimidade ativa (i.a) A legitimidade ativa nas demandas individuais (i.b) A legitimidade ativa nas demandas exercidas coletivamente (i.c) A legitimidade ativa nas demandas coletivas (ii) A legitimidade passiva (iii) A arbitralidade das demandas coletivas (iv) O sigilo (v) A participação do Ministério Público (vi) A quantificação dos danos III. Reflexões finais.

I. Contextualização fática e relevância do tema

A Lei societária brasileira institui para os administradores de companhia aberta, como regra geral, a obrigatoriedade de divulgar qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia e qualquer fato relevante ocorrido nos seus negócios que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

O descumprimento de tais obrigações gera para os acionistas lesados o direito ao ressarcimento.

Ainda que previsto desde o final da década de 70, quando publicada a lei societária brasileira, a demanda de acionistas minoritários por falhas informacionais é fenômeno recente no Brasil.

De acordo com estudo empírico elaborado pela Prof. Viviane Muller Prado e Vinicius Buranelli constatou-se que, no período entre 1998 e 2005, somente 3 ações de responsabilidade foram identificadas dentro de um universo de 50 ações de conteúdo societário.¹

¹ PRADO, Viviane Muller e BURANELLI, Vinicius Correa. Relatório da pesquisa de jurisprudência sobre direito societário e mercado de capitais no tribunal de

Nota-se, no entanto, que o número de arbitragens societárias que têm por objeto pleitear ressarcimento por conta de atos ilícitos das companhias e/ou de seus administradores é crescente.

Como é próprio das questões vanguardistas acompanha esse crescimento um caloroso debate doutrinário. Esse debate é centrado em discussões não só societárias, mas avança para outros ramos do direito com os quais as questões societárias estão intimamente imbricadas.

Uma primeira categoria de questões relaciona-se com o fato de que tais discussões se colocam, na maioria das vezes, em sede de arbitragem societária.² E aqui se discute em especial se o ordenamento jurídico brasileiro acolhe a arbitragem coletiva e/ou a arbitragem com efeitos coletivos.

A segunda delas se relaciona especificamente com o direito material a ser exercido já que o direito ao ressarcimento, podendo atingir de maneira substancialmente homogênea uma grande quantidade de acionistas, pode também ser exercido coletivamente. Nesse aspecto, se discute, por exemplo, a aplicação do denominado microssistema de direitos coletivos à arbitragem.

A matéria é vasta e complexa e tem ganhado especial atenção das autoridades brasileiras.

Já em 2018, em projeto conduzido pela Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério da Economia, com apoio técnico da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), reuniu-se time de especialistas para debater e propor alterações com o objetivo de fortalecer a tutela privada de direitos de acionistas.³

Justiça de São Paulo. Disponível em:

<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2813/direito%2009.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, 2009, p. 33-36.

² A inclusão de cláusulas compromissórias nos estatutos sociais das companhias abertas passou a ser usual no Brasil, após a criação dos segmentos especiais de listagem pela B3 em 2000, tendo alguns segmentos especiais estabelecido a inclusão da arbitragem como método obrigatório de solução de controvérsias.

³ Desse encontro originou-se o relatório produzido pela OECD “Private enforcement of shareholder rights: A comparison of selected jurisdiction and policy alternatives

O objetivo desse estudo, portanto, é trazer à luz as complexas discussões que circundam o exercício da tutela coletiva de direitos dos acionistas por falhas informacionais no mercado de brasileiro.

II. O exercício da tutela coletiva de direitos e suas controvérsias

A primeira controvérsia que surge quando tratamos do exercício de direitos de forma coletiva é em relação à legitimidade das partes: seja legitimidade ativa ou legitimidade passiva.

(i) A legitimidade ativa

(i.a) A legitimidade ativa nas demandas individuais

As demandas dos acionistas que visem ao ressarcimento de prejuízos sofridos podem ser estruturadas essencialmente de três formas diferentes, quais sejam: por único acionista, por vários acionistas atuando coletivamente em litisconsórcio ativo ou, ainda, por associações que representem interesses dos acionistas minoritários.

As demandas individuais tendem a ser mais pacíficas na doutrina e na jurisprudência. A questão não é, no entanto, isenta de controvérsias.

Isso porque como o direito de ação é expressão do direito material que o representa – direito ao ressarcimento – o direito de agir em juízo em certa medida é imbricado com o mérito da ação. Daí surge uma questão principal: seriam todos os acionistas legitimados ativos? Ou, alternativamente, dever-se-ia selecionar aqueles que tenham tomado sua decisão de investimento em período que denotasse terem tais investidores operado sem todas as informações suficientes, o que faria presumir a existência de potencial dano? Seriam legitimados aqueles acionistas que alienaram sua participação acionária depois de sanada a falha informacional? Seriam, ao revés, aqueles que não alienaram

for Brazil”, <http://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>, consultado em 16.02.2021.

imediatamente após ter a falha sido saneada e eventualmente não tiveram sua perda concretizada?

As questões ainda são muitas e todas elas de razoavelmente complexidade temática, sendo cada uma delas isoladamente uma boa linha de pesquisa.

(i.b) A legitimidade ativa nas demandas exercidas coletivamente

No que diz respeito às demandas exercidas de maneira coletiva cumpre lembrar que em determinados casos a própria lei societária impõe a participação de acionistas que em conjunto representem determinado percentual do capital social.

Exemplo é a ação derivada contra os administradores prevista no §4º do art. 159 da Lei nº 6.404/76. Estabelece tal dispositivo que a ação pode ser proposta somente por acionistas que detenham participação acionária de pelo menos 5% do capital social, estabelecendo, portanto, a necessidade da constituição de um litisconsórcio ativo.⁴

O requisito legal não obsta, obviamente, a autonomia de investidores que queiram se reunir no polo ativo em litisconsórcio facultativo.

(i.c) A legitimidade ativa nas demandas coletivas

Nas demandas coletivas *strictu sensu*, grande controvérsia se põe no que diz respeito à legitimidade ativa das associações civis.

⁴ No que se refere, no entanto, à propositura da referida ação contra administradores de companhias abertas, em vista de delegação expressa à Comissão de Valores Mobiliários para regular a matéria, previu a Instrução CVM no. 627/20, a redução de tais percentuais a até 1% a depender do tamanho do capital social.

A respeito cumpre preliminarmente esclarecer que a lei societária brasileira não faz qualquer referência às associações como legitimadas ao pedido de ressarcimento.

Essa referência tem acolhida no direito brasileiro na Lei nº 7.347/85, que compõe o que se convencionou chamar como o microssistema de direitos coletivos no Brasil que, ao tratar das ações de responsabilidade por dano moral ou patrimonial exercidas de forma coletiva, expressamente determina que tem legitimidade para propor a ação a associação que, nos termos da lei civil, esteja constituída há mais de um ano.

Ocorre que o denominado microssistema de direitos coletivos é composto de uma lei específica para o mercado de capitais, a Lei de Ação Civil Pública do Mercado de Capitais que estabelece, ao seu turno, o Ministério Público como legitimado para a propositura das ações. Essa lei, embora não tenha feito referência às associações como sujeitos legitimados previu, expressamente, aplicação subsidiária da Lei nº 7.347/85 que, conforme referido acima, legitima as associações.

Sendo assim, esse debate surge em vista da interpretação sistemática do microssistema de direitos coletivos. Se discute se a Lei de Ação Civil Pública do Mercado de Capitais, teria ou não revogado a legitimidade das associações prevista na Lei de Ação Civil Pública por ter, em lei específica, tratado de maneira diversa os possíveis legitimados ativos.⁵

A respeito, Hugo Mazzilli entende que

“Negar a iniciativa dos colegitimados para a ação civil pública ou coletiva em defesa de investidores lesados seria o mesmo que olvidar os pressupostos e objetivos da legitimação extraordinária em defesa de interesses transindividuais”⁶

⁵ BRASIL. Lei 7.347/85. Art. 5º Têm legitimidade para propor a ação principal e a ação cautelar: V - a associação que, concomitantemente: a) esteja constituída há pelo menos 1 (um) ano nos termos da lei civil; b) inclua, entre suas finalidades institucionais, a proteção ao patrimônio público e social, ao meio ambiente, ao consumidor, à ordem econômica, à livre concorrência, aos direitos de grupos raciais, étnicos ou religiosos ou ao patrimônio artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico.

⁶ MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo*. 31ª edição. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 800.

Na mesma linha se posiciona Guilherme Setoguti

“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 LACP – e para alguns autores, também as arroladas no art. 82 do CDC – 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”.

Esse também é o entendimento de Viviane Muller Prado que entende que *“Há também a possibilidade de os investidores buscarem a tutela judicial coletivamente com o ajuizamento de ações coletivas por associação de investidores.”*⁷

Ressalte-se que a legitimidade das associações foi também incidentalmente reconhecida em duas ações civis públicas recentes que tramitaram perante o judiciário.⁸

Mas a controvérsia envolvendo as associações como legitimadas ativas em tais ações não se resume a esse ponto.

Em princípio, uma associação pode ingressar em juízo para defesa de direito alheio, de duas formas: para defesa de direito de seus associados, que representam uma coletividade determinada e identificável, atuando, neste caso, como representante dos titulares do direito; ou, para defesa de direitos individuais homogêneos de terceiros, atuando neste caso como substituta processual dos terceiros.

⁷PRADO, Viviane Muller e DECCACHE, Antonio. *Arbitragem Coletiva e Companhias Abertas*. Revista de Arbitragem e Mediação. Vol. 54, Jan-Mar, 2017, p. 99 a 122.

⁸O primeiro caso é ação civil pública ajuizada pela AIDMIN contra o controlador Eike Batista que foi extinta sem resolução do mérito porque o juízo entendeu que não se tratava de direito individual homogêneo; tal sentença foi anulada pelo Tribunal do Estado do Rio de Janeiro. Acórdão Apelação Cível nº 0085670-76.2015.8.19.0001. Associação dos Investidores Minoritários – AIDMIN x Eike Fuhrken Batista. Relatora: Des. Valéria Dacheux. 25.06.2019.

O segundo caso é a ação civil pública ajuizada pela AIDMIN contra a Petrobrás. A ação foi extinta sem resolução do mérito em razão de a Petrobras ter ajuizado uma ação declaratória para reconhecer a existência de convenção de arbitragem.

O tema tem amparo constitucional no art. 5º da Constituição Federal que preceitua terem as entidades associativas legitimidade para representar seus filiados judicial e extrajudicialmente.⁹

A Lei nº 7.347/85, por sua vez, exige apenas que essa associação esteja constituída há mais de um ano e que tenha, no seu objeto social, a defesa da coletividade cujo direito ela pleiteia em juízo.

Da interpretação sistemática desses dispositivos nasceu uma importante discussão sobre a eventual necessidade de autorização dos associados para que a associação possa pleitear tais direitos em juízo. A matéria foi decidida pelo Supremo Tribunal Federal que reconheceu a repercussão geral do tema e definiu que o disposto no artigo 5º, inciso XXI, da Carta da República requer representação específica, não sendo suficiente a previsão genérica do estatuto da associação para a defesa dos interesses dos associados¹⁰.

(ii) A legitimidade passiva

O campo da legitimidade passiva das demandas de ressarcimento é outro território marcado por controvérsias.

A legislação societária brasileira, nos artigos 117 e 159 da Lei 6.404/76, respectivamente, determina expressamente a responsabilidade do controlador por atos praticados com abuso de poder e a

⁹ BRASIL. Constituição Federal. Art. 5º (...) XXI – as entidades associativas, quando expressamente autorizadas, tem legitimidade para representar seus filiados judicial ou extrajudicialmente.

¹⁰ RE 573232 Repercussão Geral – Mérito Órgão julgador: Tribunal Pleno Relator(a): Min. RICARDO LEWANDOWSKI Redator(a) do acórdão: Min. MARCO AURÉLIO Julgamento: 14/05/2014 Publicação: 19/09/2014 Ementa: REPRESENTAÇÃO – ASSOCIADOS – ARTIGO 5º, INCISO XXI, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. ALCANCE. O disposto no artigo 5º, inciso XXI, da Carta da República encerra representação específica, não alcançando previsão genérica do estatuto da associação a revelar a defesa dos interesses dos associados. TÍTULO EXECUTIVO JUDICIAL – ASSOCIAÇÃO – BENEFICIÁRIOS. As balizas subjetivas do título judicial, formalizado em ação proposta por associação, é definida pela representação no processo de conhecimento, presente a autorização expressa dos associados e a lista destes juntada à inicial.

responsabilidade dos administradores por prejuízos causados à companhia. Não trouxe a lei societária brasileira, de forma expressa, qualquer disposição acerca da responsabilidade da própria companhia perante os acionistas, ainda que por atos praticados pelos administradores.

Em vista da ausência dessa referência na legislação societária muito se tem debatido na doutrina brasileira acerca da responsabilidade ou não da própria companhia perante os acionistas por atos praticados pelos administradores.

O debate se põe, especialmente, por conta do princípio positivado no código civil, em seus artigos 189 e 927, segundo o qual aquele que viola direito e causa dano a terceiro tem a obrigação de reparar.

Em vista dessa disposição da lei civil e da omissão da lei societária a respeito da responsabilidade da companhia surge também nesse campo uma importante questão interpretativa.

Poder-se-ia, de um lado, argumentar sobre a aplicação da lei civil de forma subsidiária e complementar ao disposto na lei societária, sustentando-se, portanto, a responsabilidade da companhia; e, de outro lado, poder-se-ia dizer que a lei societária tratou de forma nova a matéria derogando nesse particular a disciplina civil a respeito da responsabilidade. Nesse segundo sentido Nelson Eizerik sustenta que

“O ordenamento jurídico brasileiro, por sua vez, não prevê qualquer medida reparatória que possa ser movida por acionistas diretamente contra a companhia a fim de obter o ressarcimento por danos causados ao seu próprio patrimônio.”¹¹

Paralelamente à questão interpretativa do direito positivado se põe uma questão de ordem substancial e que diz respeito à natureza do direito de ressarcimento dos investidores. A sustentar a ilegitimidade passiva da companhia argumenta-se que o direito dos acionistas é em verdade

¹¹EIZERIK, Nelson. A “*Fraud-on-the-Market-Theory*” pode ser aplicada no Direito Societário Brasileiro? in *Lei das S.A. em seus 40 anos* / organização Alberto Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. 1. ed – Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2017

derivado daquele que caberia à própria companhia por atos causados por seus administradores e/ou controlador. Nesse sentido, permitir que a companhia seja sujeito passivo de tais ações seria penalizá-la duplamente. A sustentar, ao contrário, a obrigatoriedade de a companhia reparar o dano causado aos acionistas há que se considerar que o dano por eles sofrido tem natureza distinta do dano sofrido pela companhia já que, esse último, é decorrente da falha informacional ao mercado de capitais.

(ii) A arbitrabilidade das demandas coletivas

Outra questão que adiciona razoável complexidade ao assunto é o método de solução de controvérsias de tais demandas.

A propósito, cumpre lembrar que a BM&FBOVESPA criou, em 2000, segmentos especiais de listagem de ações. O principal motivador da criação de tais segmentos foi o então diagnóstico de que as companhias brasileiras para atrair maior capital em suas ofertas iniciais de ações deveriam observar regras de governança adicionais àquelas estabelecidas na Lei no. 6404/76¹², dentre as quais se incluía a obrigação auto imposta pelas companhias, ao se listarem nestes segmentos, em ter todas as controvérsias dirimidas através de arbitragem¹³. Consequentemente, em junho de 2001, foi fundada a

¹² SANTANA, Maria Helena. The Novo Mercado. In: SANTANA, Maria Helena. ARARAT, Melsa; ALEXANDRU, Petra; YURTOGLU, B. Burcin; CUNHA, Mauro Rodrigues. *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*, focus 5. Global Corporate Governance Forum/International Finance Corporation, p. 11.

¹³ Art. 39 O estatuto social deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda da sua condição de emissor, acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, e em especial, decorrentes das disposições contidas na Lei no 6.385/76, na Lei no 6.404/76, no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de valores mobiliários em geral, além daquelas constantes deste regulamento, dos demais regulamentos da B3 e do contrato de participação no Novo Mercado.

então chamada Câmara de Arbitragem do Mercado, hoje Câmara do Mercado¹⁴.

A opção regulatória de criação dos segmentos especiais se mostrou bastante acertada na medida em que várias empresas ao efetuarem seu pedido de listagem optaram por fazê-lo em um dos segmentos especiais. E, dessa opção resulta que parte relevante das empresas hoje listadas na B3 adota a Câmara do Mercado como fórum competente para solução de suas controvérsias.¹⁵

A interseção das peculiaridades das tutelas coletivas de ressarcimento com a arbitragem abre um campo de questionamentos e dúvidas na comunidade jurídica, sendo o principal deles a respeito da arbitrabilidade de tais demandas.

A respeito desse assunto cumpre lembrar que a lei de arbitragem brasileira reputa arbitráveis demandas que se qualifiquem em dois aspectos: em relação aos sujeitos que podem participar da arbitragem – arbitrabilidade subjetiva -, e em relação ao objeto do litígio – arbitrabilidade objetiva.

No que toca à arbitrabilidade subjetiva, preceitua a Lei de Arbitragem que todas as pessoas capazes de contratar poderão se valer da arbitragem¹⁶.

¹⁴ Conforme será detalhado adiante, a Câmara do Mercado, é câmara de arbitragem instituída pela BM&FBOVESPA, antecessora da hoje B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão onde são administrados os procedimentos arbitrais envolvendo companhias abertas que tenham incluído em seus estatutos sociais a via da arbitragem como método de disputa, seja por força da cláusula compromissória obrigatória ou não. A inclusão de cláusulas compromissórias nos estatutos sociais das companhias abertas passou a ser usual no Brasil, após a criação dos segmentos especiais de listagem pela B3 em 2000, tendo alguns segmentos especiais estabelecido a inclusão da arbitragem como método obrigatório de solução de controvérsias.

Acerca dos detalhes da criação da Câmara do Mercado, consultar: COSTA, Roberto Teixeira da. *Valeu a pena! Mercado de capitais: passado, presente e futuro*. Editora FGV, 2018, cap. 16.

¹⁵ Em janeiro de 2021 existiam 407 empresas listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão sendo 165 listadas no segmento do Novo Mercado cuja adoção da Câmara do Mercado como método de solução de litígio é obrigatória.

¹⁶ BRASIL. Lei de Arbitragem – lei nº 9.307/1996, art. 1º: “**As pessoas capazes de contratar** poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis”. (grifos nossos)

Ou seja, em sendo as partes capazes de contrair direitos e obrigações e, portanto, de firmar a cláusula compromissória, poderão tais partes exercer a faculdade atribuída pela lei de que os eventuais litígios de que são ou forem partes serão excluídos da jurisdição estatal e submetidos à arbitragem.

Nesse aspecto, afora as questões já citadas quando abordamos a legitimidade ativa, a doutrina é razoavelmente pacífica.

A maior controvérsia reside na arbitrabilidade objetiva.

A arbitrabilidade objetiva diz respeito à matéria que será submetida à arbitragem¹⁷, ou seja, visa “(...) *responder à pergunta sobre ‘o que’ pode ser submetido ao processo arbitral*”¹⁸. E nos termos da lei de arbitragem brasileira é necessário que a matéria a ser submetida à arbitragem se qualifique como um direito patrimonial disponível.

Considerando que o microssistema de direitos coletivos trata de dirimir questões sobre direitos difusos, direitos coletivos *stricto sensu* e direitos individuais homogêneos, todos eles com um caráter de certa forma transindividual, alguma dúvida se põe a respeito da sua arbitrabilidade.

Nesse contexto, nos parece em que havendo uma demanda de natureza coletiva seja necessário avaliar de maneira preliminar o caráter patrimonial ou não da pretensão.

A respeito do tema vale destacar a opinião de Ana Nery que sustenta inclusive a arbitrabilidade direitos difusos e coletivos, quando patrimoniais, *in verbis*:

Direitos difusos e coletivos são melhor compreendidos quando se percebe que seu polo ativo não se compõe de pessoas determinadas ou indeterminadas, mas de um grupo. Esse polo ativo é, invariavelmente, muito bem determinado: a coletividade. Os elementos componentes – os membros do grupo – é que podem ser determináveis ou não. Tratando-se da complexa titularidade desses

¹⁷ Veja-se a posição da doutrina especializada ao explicar o conceito de arbitrabilidade: “(...) this means, first, that the agreement must relate to subject-matter which is capable of being resolved by arbitration and, secondly, that the agreement must have been entered into by parties entitled to submit their disputes to arbitration” (FOUCHARD, Philippe; GAILLARD, Emmanuel; GOLDMAN, Berthold. *International Commercial Arbitration*. The Hague: Kluwer, 1999, p. 311).

¹⁸ FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sérgio Nelson; MONTEIRO, André Luís. *Teoria geral da arbitragem*. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 229.

direitos não podem ser fracionados, porque não pertencem nem a uma, nem a várias pessoas, mas a todo o grupo. A noção de indivisibilidade torna-se a pedra de toque distintiva entre, de um lado, os direitos essencialmente coletivos (difusos e coletivos *stricto sensu*) e, de outro, os acidentalmente coletivos (individuais homogêneos).

Nossa conclusão se dirige à possibilidade de que direitos difusos e coletivos, no que pertine a seus aspectos patrimoniais, sejam sujeitos a decisão pela via da arbitragem.¹⁹

Dessa forma, nos casos das arbitragens coletivas no mercado de capitais que se consubstanciem em pretensões indenizatórias, o caráter patrimonial de tal direito parece estar claramente definido, enquadrando-se, portanto, dentro do conceito de “direito patrimonial disponível” previsto no art. 1º da lei de arbitragem.

(iii) O sigilo

Também grande controvérsia alcança o sigilo das arbitragens que envolvam a tutela de direitos de ressarcimento dos acionistas por falhas informacionais.

Embora a lei de arbitragem brasileira não disponha sobre o sigilo o regulamento da Câmara do Mercado prevê o sigilo como regra, de modo que a mitigação do sigilo depende de autorização das partes.

Isso não quer dizer, no entanto, que possam as partes se escusar do cumprimento de suas obrigações informacionais por conta do sigilo previsto como regra no regulamento da Câmara do Mercado.

A respeito cumpre lembrar que o próprio regulamento da Câmara do Mercado prevê expressamente que a obrigação de manter sigilo não deve prevalecer se a consequência for descumprimento de normas de órgãos reguladores ou previsão legal, *in verbis*:

“9.1. Sigilo. 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**

¹⁹ NERY, Ana Luiza. *Arbitragem Coletiva*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 244.

cumprimento a normas dos órgãos reguladores, ou previsão legal.” (grifos nossos)

De fato, nesse particular o regulamento da Câmara do Mercado explicita o que seria até mesmo desnecessário dizer já que por ter o compromisso arbitral natureza contratual sua adoção não poderia afastar o cumprimento de leis, nem tampouco de normativos infra legais que visam a dar cumprimento daqueles, como é o caso do dever de divulgar decorrente do artigo da Lei nº 6404/76 e consubstanciado na Instrução CVM nº 358/02. A propósito, cumpre adicionar que tais normativos são de ordem pública – já que no interesse da coletividade do mercado – do que decorre também a inafastabilidade de seu cumprimento pelas partes ainda que por avença expressa.

No entanto, afora essas considerações de caráter mais genérico, cumpre, examinar mais detidamente o conteúdo da obrigação informacional.

Da leitura do parágrafo 4º do artigo 157 da Lei nº 6404/76 temos que os administradores da companhia são obrigados a divulgar qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante que possa influir na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários.

Na mesma esteira dispõe o artigo 2º da Instrução CVM nº 358/02. No entanto, essa previsão regulamentar, dando mais concretude ao dispositivo legal, desdobra o evento que possa influir na decisão dos investidores em três eventos, conforme se depreende da leitura dos incisos de referido artigo, *in verbis*:

Art. 2º. (...) qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (grifos nossos)

É imperioso reconhecer que muito embora as demandas de natureza coletiva pareçam se enquadrar dentro da qualificação de relevância o conceito de relevância estabelecido no ordenamento jurídico brasileiro é carregado de alto teor de subjetividade, o que cria uma verdadeira opacidade de conceitos que culmina em ausência absoluta de divulgação, em muitos casos.

Importante notar também a inclusão expressa da regra que determina a obrigação de divulgação ainda que se entenda que a arbitragem não causará qualquer impacto na cotação dos valores mobiliários, mas todas as vezes em que seja assegurado aos investidores o exercício de tais direitos, como, em certa medida, é o caso das arbitragens de cunho coletivo, conforme se verá a seguir.

Afora isso é também importante ressaltar que não havendo na legislação qualquer parâmetro ou conteúdo mínimo de divulgação nota-se muitas outras vezes divulgação com conteúdo insatisfatório.

Nessa mesma linha conclui o relatório Private Enforcement of Shareholder Rights – A comparison of selected jurisdictions

First, not every arbitration would trigger the disclosure of a material fact which is defined by article 2 of CVM Ruling 358 as an event that may have a “substantial” bearing on the securities prices or on the investor’s decisions concerning these securities. The interpretation of what constitutes a material fact is somewhat subjective.

Second, the rules on compulsory disclosure of a material fact do not address its required content which ends up being superficial and poorly detailed. In practice, the material fact touches on the existence of the litigation itself and some of its developments without delving deeply into its content or putting forth supporting documents.

Third, the LSA contains a waiver of disclosure (article 157, paragraph 5) “if the senior management believes that such disclosure may pose a risk to the company’s legitimate interests” which may also help circumvent the disclosure requirements.²⁰

A questão é de suma relevância já que o microssistema legal que regula ações coletivas - que pode se aplicar ou não às arbitragens coletivas,

²⁰ OECD (2020), “Private enforcement of shareholder rights: A comparison of selected jurisdiction and policy alternatives for Brazil”, <http://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>, consultado em 16.02.2021.

conforme considerações já feitas a respeito do teste da arbitrabilidade - tem como premissa a regra da publicidade dos processos judiciais.

Isso porque, tanto nas arbitragens em que se discute direito coletivo quanto naquelas em que se discute o direito individual homogêneo com tutela coletiva, o que se pretende, em última instância, é possibilitar a extensão dos efeitos da coisa julgada.²¹

A questão não é trivial na medida em que o desconhecimento da existência de um procedimento arbitral pode acarretar inclusive a incapacidade de um acionista de exercer direito que lhe é legítimo e assegurado no arcabouço jurídico brasileiro, de cujo exemplo é o direito de o acionista requerer a suspensão de ações individuais de ressarcimento eventualmente propostas no prazo de trinta dias, a contar da ciência nos autos do ajuizamento da ação coletiva.²²

Com o objetivo de trazer contornos mais específicos para as obrigações informacionais relativas às companhias abertas a Comissão de Valores Mobiliários, em linha com as recomendações emitidas pela OCDE no já citado relatório *Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil*, publicou a audiência pública SDM 01/2021 que visa trazer novo marco informacional para as demandas societárias.

A proposta da Comissão de Valores Mobiliários cria, dentro da Instrução CVM nº 480/09 obrigações informacionais específicas

²¹ Art. 103. Nas ações coletivas de que trata este código, a sentença fará coisa julgada: I - erga omnes, 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, na hipótese do inciso I do parágrafo único do art. 81; II - ultra partes, mas limitadamente ao grupo, categoria ou classe, salvo improcedência por insuficiência de provas, nos termos do inciso anterior, quando se tratar da hipótese prevista no inciso II do parágrafo único do art. 81; III - erga omnes, apenas no caso de procedência do pedido, para beneficiar todas as vítimas e seus sucessores, na hipótese do inciso III do parágrafo único do art. 81.

²² Art. 104. As ações coletivas, previstas nos incisos I e II e do parágrafo único do art. 81, não induzem litispendência para as ações individuais, mas os efeitos da coisa julgada erga omnes ou ultra partes a que aludem os incisos II e III do artigo anterior não beneficiarão os autores das ações individuais, se não for requerida sua suspensão no prazo de trinta dias, a contar da ciência nos autos do ajuizamento da ação coletiva.

deixando inalterada a Instrução nº 358/02. Mantém-se, portanto, a obrigatoriedade de cumprimento de ambas as regras quando se der a interseção entre elas.

Estabelece, ainda, a proposta de regra um perímetro bastante específico, qual seja a das demandas societárias que envolvam direitos difusos, coletivos ou individuais homogêneos e/ou cujos efeitos possam atingir a esfera da companhia ou de outros titulares de valores mobiliários de emissão do emissor.

Além disso, a proposta da autarquia estabelece o conteúdo da divulgação, ainda que em modo exemplificativo, mesmo que tais informações não sejam relevantes dentro do marco regulatório já atualmente previsto pela Instrução nº 358/02.

(iv) A participação do Ministério Público

O arcabouço de leis que regulam o procedimento coletivo prevê a participação do Ministério Público em duas funções diferentes: como parte, atribuindo-lhe legitimidade ativa para ingressar com a ação, ou como *custus legis*, sendo sua participação nessa qualidade obrigatória todas as vezes em que não participar como parte.

Algum debate se deu em relação à possibilidade de o Ministério Público atuar como parte em demandas que envolvessem direitos individuais homogêneos.

Isso porque da leitura dos dispositivos da Constituição Federal que disciplinam as funções do Ministério Público denota-se o interesse público como bem jurídico a ser protegido.

Daí nasce a controvérsia em relação à arbitrabilidade ou não de tais demandas.²³

²³ Note-se que o Código de Defesa do Consumidor que faz parte do microsistema de direitos coletivos prevê expressamente a intervenção do Ministério Público.

No entendimento de Rômulo Greff Mariani, ainda que exista um interesse público nas demandas que tratam de direitos individuais homogêneos, a natureza de tais direitos permanece individual, *in verbis*:

Essa “qualificação, contudo e de qualquer sorte, não possui o condão de alterar a natureza desses direitos. Parece certo que eles permanecem sendo essencialmente individuais, e, como tal, divisíveis e em grande parte dos casos disponíveis.”²⁴

Portanto, no entendimento do referido autor não há incompatibilidade entre a atuação do Ministério Público e a arbitragem pelo que conclui que

“Mais que uma possibilidade, também haveria um dever do Ministério Público atuar perante um Tribunal Arbitral, se de fato se observasse alguma das hipóteses de intervenção.”²⁵

A propósito interessante analisar a abordagem italiana que veda expressamente a participação do Ministério Público na sua lei de arbitragem societária²⁶. No entanto, no entendimento de Diego Corapi essa exclusão não é devida a uma incompatibilidade do interesse público com a arbitragem mas sim ao fato de que os litígios nos quais participa o Ministério Público não resultam em uma sentença mas sim em um decreto.²⁷

²⁴ MARIANI, Rômulo Greff. *Arbitragens coletivas no Brasil*. São Paulo, Atlas, 2015, p. 57 e seguintes. Do mesmo modo, NERY, Ana Luiza. *Arbitragem coletiva*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 255.

²⁵ MARIANI, Rômulo Greff. *Arbitragens coletivas no Brasil*. São Paulo, Atlas, 2015, p. 182.

²⁶ ITÁLIA. Decreto nº 5/2003, art. 34, item 5.” 5. Non possono essere oggetto di clausola compromissoria le controversie nelle quali la legge preveda l'intervento obbligatorio del pubblico ministero.”

²⁷ CORAPI, Diego. *Appunti in tema di arbitrato societario*. Rivista del Diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni, n. 1., 2015, Atlas, p. 12.

(v) A quantificação dos danos

Outra questão também marcada por grande obscurantismo é o método de quantificação de danos sofridos por acionistas em mercado de capitais.

A propósito, um primeiro ponto a ser observado diz respeito à peculiaridade do dano. O dano incorrido pelo investidor em mercado de capitais em virtude de falhas informacionais tem uma natureza peculiar na medida em que o dano é perpetrado através do mercado. Isto é, em vista da falha informacional o preço determinado pelo mercado será um preço que causará prejuízo a alguns e implicará em benefício a outros. Ou seja, se comparado ao valor teórico que seria resultado dos encontros de demanda e oferta a partir de um mercado eficiente alguns seriam perdedores e teriam prejuízo e outros seriam ganhadores.

Nessa perspectiva não há um nexó causal direto entre o causador do dano e aquele que o sofre. A propósito do tema argumenta Carlo Angeli, *in verbis*:

Vorrei cioè tentare una valutazione dei problemi derivante dalla caratteristica delle vicende considerate che proporré di chiamare impersonalità”. Una “impersonalità” che riguarda sia i modi di produzione del danno, poiché come detto “mediato” dal mercato, sia le caratteristiche del danno stesso, che è il mercato appunto a definire, sia infine la posizione degli stessi danneggiati, che sembra assumere rilievo non con riferimento ai loro interessi individuali, bensì alla loro collocazione oggettiva nel mercato.

A partir desse ponto de vista convém também reconhecer que o mercado de valores mobiliários tem como sua natureza intrínseca a volatilidade. O preço dos ativos se forma exatamente pelo encontro de intenções de compra e de venda, e é exatamente através do equilíbrio instável de tais ordens que se apura o que se denomina como preço correto, assim entendido o resultado da demanda e da oferta à luz de um mercado informado e eficiente. No jargão do mercado de capitais o

preço sequer é formado, ele é encontrado a partir dos preços propostos pelos vendedores e compradores em suas ordens.

Nessa medida, as pretensões de ressarcimento de prejuízos por falhas informacionais têm como fundamento o fato de que a supressão das informações causa ou pode causar impactos nas decisões de investimento e, em determinadas circunstâncias pode causar prejuízos.

Ocorre que, a questão da quantificação do dano sofrido pelos acionistas minoritários deve ser parametrizada de modo que eventual valor de indenização não represente uma redução do componente de volatilidade inerente ao mercado de capitais, risco esse assumido pelos acionistas.

Tal parâmetro não é trivial na medida em que dentro da oscilação do preço de determinada ação participam causas de diversas origens. De uma maneira geral, poderíamos mencionar que essas causas podem ser divididas em duas categorias: causas exógenas e causas endógenas.

Podemos chamar de exógenas todas aquelas que advém do contexto em que se insere a companhia emissora, como por exemplo, fatos relacionados ao segmento industrial que a companhia se insere, ao cenário macroeconômico onde a companhia é constituída ou exerce suas atividades e/ou a fatos de origem política, social ou natural, sejam esses no mercado doméstico ou internacional, que tenham alguma correlação com suas atividades.

Por outro lado, poderíamos caracterizar como endógenas aquelas causas relacionadas estritamente às atividades da companhia de maneira singular e que, por sua vez, podem ser relacionadas à sua própria atividade, a atos ou omissões dos mais diferentes atores que se relacionem com a companhia, incluindo os controladores e administradores.

Causas endógenas e exógenas afetam de maneira corriqueira a cotação dos valores mobiliários de uma companhia emissora. Elas fazem parte da própria dinâmica do mercado de capitais e não deveriam, a princípio, importar em qualquer reparação de dano aos investidores sempre que lícitas.

Disso decorre que na apuração do *quantum* devido aos acionistas lesados se deve expurgar todas as causas exógenas ou endógenas que não tenham relação com a falha informacional geradora do dano. Ou seja, expurgar todos os eventos que não tenham correlação com o evento causador do prejuízo.

No entanto, entender tais diferenças de forma analítica e a maneira como essas questões se relacionam com a quantificação dos danos ocorridos em operações no mercado de valores mobiliários é tarefa cercada de notória complexidade.

Mas a complexidade não se resume somente a essa questão. Além do dano gerado através do mercado, existem ainda uma série de outras variáveis relativas à conduta do próprio demandante. Dentre essas a mais relevante parece ser a decisão de vender ou manter os valores mobiliários em sua propriedade após constatação de evento potencial que lhe tenha trazido alegado prejuízo.

(vi.a) Critérios para quantificação

A forma adequada de mensuração de danos em violações ou fraudes cometidas no âmbito do mercado de valores mobiliários desenvolveu-se com certo grau de incerteza, resultando em uma multiplicidade de formulações para o cálculo de danos.

Mesmo no sistema americano onde o debate já se deu de forma mais intensa não existem regras legais ou regulamentares determinando os métodos para quantificar os danos. Na ausência desta definição as cortes americanas adotaram vários métodos, dentre os quais podemos listar: (i) *out-of-pocket measure*; (ii) *benefit-of-the-bargain measure*; (iii) *cover measure*; (iv) *Chasins measure*; (v) *rescissory and restitutionary measure*.

- *Out-of-pocket measure*

Em linhas gerais, de acordo com essa metodologia, o valor da indenização será equivalente ao preço de custo ou de aquisição da ação e o preço real ou real valor na data da venda, juntamente com as despesas atribuíveis à conduta do demandado.

Não seriam indenizáveis, portanto, os valores relativos à expectativa de lucro que o demandante poderia ter tido com a aquisição dos valores mobiliários em referência.

Existe razoável discussão acerca do que deveria ser entendido como real valor. Em linhas gerais o *true value* deveria ser determinado como o preço correto da ação formado a partir das negociações efetuadas em um mercado eficiente cujas informações materiais estejam disponíveis aos investidores.

Para os casos de ausência de informação ao mercado, uma visão simplista do conceito de *true value* determina que ele seria o valor da ação constatado logo após divulgado o fato. A crítica principal a essa abordagem é que ela desconsidera os fatos exógenos e também os fatos endógenos que não tenham relação com ao fato divulgado e que teria o condão de afetar o valor das ações.

Em resposta a essa crítica algumas cortes norte-americanas passaram a exigir o que então se denominou um *event study* que, na verdade é “*a statistical regression analysis that examines the effect of an event on a dependable variable, such as a corporation stock price*”.²⁸

Em outras palavras o uso de *event studies* na quantificação do dano pretende isolar, na composição do preço, somente as alterações que sejam relacionadas a eventos que causam impactos para a companhia, seja por seus atos, de seus controladores ou administradores ou outros eventos que tenham o potencial de afetar o valor da ação e/ou a decisão dos acionistas e cuja divulgação não tenha observado a legislação e regulamentação aplicáveis, sob a perspectiva material e temporal.

- *Benefit-of-the-bargain measure*

De acordo com essa teoria o valor indenizado deve ser composto pela diferença entre o valor real da ação e o valor potencial da ação caso não

²⁸ Eisenhofer, Jay W., et al. “Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation.” *The Business Lawyer*, vol. 59, no. 4, 2004, pp. 1419–1445. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/40688242. Accessed 16 Feb. 2021.

tivesse havido a fraude informacional ao mercado. Desse modo, as expectativas frustradas dos demandantes em relação ao valor da ação são também passíveis de indenização.

A principal diferença em relação à *out-of-pocket measure* reside no ganho potencial a que o demandante faria jus, ganho esse não admitido na *out-of-pocket measure*, conforme acima assinalado.

Sua adoção, no entanto, tem sido de certa forma rejeitada pela jurisprudência americana como podemos extrair das lições de Ronald B. Lee, in verbis:

Generally, the federal courts have rejected the benefit-of-the-bargain measure, due to statutory interpretation, history, and policy considerations. First, it is argued that the "actual damages" language of section 28(a) of the 1934 Act does not encompass the benefit-of-the-bargain measure because this measure arguably awards a plaintiff more than was actually lost.²⁹

- *Cover measure*

A *cover measure* permite que um demandante seja ressarcido da diferença entre o valor mais alto que uma ação alcança dentro de um prazo razoável após a falha informacional e o valor do preço negociado pelo demandante.

Por exemplo, se um investidor vendeu ações no valor de USD 60 por USD 40 na ausência de informações que se divulgadas ao mercado importariam em uma valorização das ações e as ações atingiram um valor de USD 80 dentro um tempo razoável após a descoberta, o vendedor deveria ser ressarcido pelo montante equivalente à diferença entre o preço de venda (USD 40) e o máximo valor da ação observado no período pré-determinado (USD 80).

²⁹ Ronald B. Lee, The Measure of Damages Under Section 10(b) and Rule 10b-5, 46 Md. L. Rev. 1266 (1987) Available at: <http://digitalcommons.law.umaryland.edu/mlr/vol46/iss4/15>. Accessed 16 Feb. 2021.

- *Chasins measure*

Trata-se do exato oposto da *Chasin measure*. Derivado do caso *Chasins vs. Smith, Barney & Co.*, essa medida concede ao demandante o valor da contraprestação paga menos o menor valor que a ação atingiu dentro de um prazo razoável após a descoberta da fraude ou provável descoberta.

Por exemplo, se o demandante comprou ações a USD 45 quando seu valor fosse USD 40 e depois vendeu as mesmas ações a USD 35 dentro de um prazo razoável, a medida *Chasins* concederia ao demandante USD 10 por ação. Também difere da medida *out-of-pocket*, que concederia ao demandante USD 5 por ação sob esses fatos.

- *Rescissory and restitutionary measure*

De acordo com esse método de quantificação, ao invés de conceder alguma medida de indenização legal ao reclamante os tribunais podem decidir de forma equitativa, permitindo ao autor rescindir a transação e buscar a restituição específica.

Se a restituição específica é impossível ou impraticável, o tribunal poderá conceder os danos rescisórios aos demandantes. Além disso, em alguns casos, se aplica a teoria de enriquecimento sem causa derivados da conduta fraudulenta.

III. Reflexões finais

Os temas que circundam a arbitragem coletiva ou a arbitragem com efeitos coletivos se apresenta como uma disciplina nova dentro do mercado de capitais.

A interpretação que se dará à matéria e as escolhas regulatórias têm impacto direto e imediato na tutela dos investidores de mercado de capitais. Para além desses é de suma importância avaliar os impactos mediatos e as externalidades positivas e negativas que tais interpretações ou escolhas podem trazer ao desenvolvimento do

mercado de capitais tendo em vista, especialmente, sua funcionalidade de captação da poupança para desenvolvimento de atividades econômicas tão necessárias no nosso país.

O transplante de soluções estrangeiras precisa ser analisado de maneira muito cautelosa. O estudo do direito comparado não deve ser feito através da análise míope das soluções jurídicas que os diversos sistemas jurídicos dão a um problema, mas deve contemplar todo o contexto dentro do qual tais soluções são construídas.

O debate amplo, profundo, contextualizado, analítico se faz necessário. As reflexões trazidas nesse texto não pretendem trazer verdades absolutas, mas sim realçar o sabor doce e amargo presente em cada uma dessas discussões.
