

A AÇÃO CIVIL PÚBLICA PARA A PROTEÇÃO DO ACIONISTA INVESTIDOR NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS*

PUBLIC CIVIL ACTION TO PROTECT INVESTOR SHAREHOLDERS IN BRAZIL AND THE UNITED STATES

Giovana Cunha Comiran **

SUMÁRIO

1. Introdução. 2. Hipóteses de cabimento da ação civil pública para a proteção do acionista investidor. 3. O interesse jurídico que se visa tutelar por meio da ação. 4. As partes legitimadas nas ações civis públicas para a proteção dos investidores no Brasil e nas *class actions* americanas. 4.1 Legitimação ativa extraordinária do Ministério Público. Caráter exclusivo ou interpretação extensiva? 4.2 A legitimação ativa e os requisitos da *shareholder class action*. 4.3 Legitimidade passiva na ação civil pública brasileira e na *shareholders class action*. 5. O dano indenizável na ação civil pública por dano ao mercado no Brasil e na *shareholders class action* norte-americana. 6. Conclusões. Referências.

REFERÊNCIA: COMIRAN, Giovana Cunha. A Ação Civil Pública para a Proteção do Acionista Investidos no Brasil e nos Estados Unidos. *Res Severa Verum Gaudium*, v. 5, n. 1, Porto Alegre, p. 05-32, out. 2020.

1 INTRODUÇÃO

Preocupado em proporcionar meio coletivo para a busca da proteção dos investidores no mercado de capitais, em 1989 o legislador brasileiro lançou mão de um diploma especial: a Lei 7.913/1989, que, combinada com Lei 7.347/1985, disciplina a ação civil pública para a proteção do investidor no mercado de capitais.

* Este artigo foi desenvolvido e atualizado a partir dos resultados de pesquisa realizada pela autora em conjunto com Mariana Martins-Costa Ferreira, para a disciplina “Direito Societário e Desenvolvimento do Mercado de Valores Brasileiro – Estudos de Casos Concretos”, ministrada pelo Professor Doutor Eduardo Secchi Munhoz, em 2015, no curso de Doutorado junto à Universidade de São Paulo.

** Advogada. Doutora em Direito Comercial pela USP. Mestre em Direito Privado pela UFRGS. Graduada em Ciências Jurídicas e Sociais pela UFRGS.

Referida lei teve suas raízes em projeto de iniciativa da CVM, então presidida por Arnaldo Wald. Originariamente tinha como escopo a atribuição de legitimidade à CVM para a propositura de ação de ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e investidores no mercado. Acabou tendo sua redação alterada, todavia, substituindo-se a CVM pelo Ministério Público no polo ativo da demanda.

Em sua exposição de motivos ficou registrada a ideia de que, diante da maior pulverização dos acionistas, o investidor torna-se sujeito vulnerável no complexo mercado de capitais (com sugestão de uma equiparação ao consumidor). No mesmo texto, é ressaltada a importância da demanda coletiva, já que os prejuízos individuais dos investidores seriam, em regra, pequenos e não justificariam os custos de demandas individuais; somados, todavia, contabilizariam valores expressivos, que demandariam proteção pela forma de demandas coletivas.¹

O mesmo raciocínio econômico guia, com ainda mais propriedade, o sistema norte-americano das *class actions*, já que lá, diferentemente do que ocorre no Brasil, onde impera a proteção constitucional do acesso à justiça, as ações individuais dos investidores têm custos efetivamente proibitivos. Mas além dessa vantagem de facilitar o acesso ao poder judiciário, as *shareholders class actions* evitam a ocorrência de decisões conflitantes e, ao mesmo tempo, o abarrotamento do Poder Judiciário com milhares de ações versando sobre a mesma matéria.

As diferenças e particularidades dos dois diferentes sistemas demonstram, no entanto, que a eficiência de um sistema como aquele adotado nos Estados Unidos está muito longe de ser alcançada no Brasil. Noções básicas do processo civil brasileiro, tais como os limites subjetivos da coisa julgada, colocam em cheque os efeitos abrangentes obtidos pelo sistema de *class actions*. Por outro lado, o acesso universal à justiça no Brasil dilui as barreiras de entrada, muitas vezes gerando demandas múltiplas lado a lado com as coletivas. No âmbito do direito material,

¹ Diário do Congresso Nacional, Seção II, 26/20/1989, p. 6.255: “1. A crescente pulverização das participações acionárias no mercado de valores mobiliários possibilitou a criação de um tipo especial de consumidor – que é o titular desses valores – minoritário na estrutura de poder da sociedade, inteiramente despreparado para enfrentar os sofisticados mecanismos de negociação em bolsas ou balcão. 2. Outrossim, os prejuízos causados e esses investidores por infrações cometidas nesse mercado, embora atinjam imediatamente uns poucos identificados, imediatamente, dizem respeito a toda uma massa de indivíduos que, embora igualmente lesada, desconhece o direito que possuem de exigir o ressarcimento de seus prejuízos. 3. Basta atentar, *exempli gratia*, para o caso de utilização de informação privilegiada, quando o comprador ou o vendedor de ações ignora a atuação de administradores de pessoas que constituem os insiders. 4. Em tais circunstâncias, apesar de os prejuízos do investidor, isoladamente considerados, serem de pequeno vulto, não justificando os custos de uma demanda judicial, quando somados atingem quantidades expressivas, superiores mesmo ao proveito auferido pelos infratores, desde que considerada como nexos causal a própria ação ou omissão e não a relação jurídica contratual resultante do pacto firmado entre compradores e vendedores. 5. Assim sendo, 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.”

además, a própria ideia que se tem sobre o dano indenizável individualmente coloca em evidência uma barreira praticamente intransponível entre os dois mundos jurídicos em comparação.

2 HIPÓTESES DE CABIMENTO DA AÇÃO CIVIL PÚBLICA PARA A PROTEÇÃO DO ACIONISTA INVESTIDOR

Nos termos da lei, a demanda coletiva se presta basicamente a duas finalidades: uma preventiva, outra ressarcitória. Ou seja: a ação civil pública poderá ter como objeto tanto tutela inibitória de determinado comportamento ou de ato que pode causar dano ao investidor, como também o ressarcimento do dano ele mesmo. O art. 1º da lei determina, assim, que o Ministério Público adote “*de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários*” (...) “*as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado (...)*”. Na sequência dispõe sobre quais as hipóteses legais em que cabível tal medida.

A lei dispõe de maneira bastante sintética, porém genérica, sobre as hipóteses nas quais cabível a ação civil pública no mercado. Segundo Toledo², muito embora o legislador tenha se valido de tipificações legais, as hipóteses previstas não são taxativas. Na forma como redigido o dispositivo, fica claro que as situações descritas após a palavra “especialmente” são ali colocadas a título elucidativo, apenas. Pode haver, no entanto, outras situações em que, identificado o prejuízo ao mercado, seja viável a proteção coletiva dos interesses dos investidores e, por conseguinte, a promoção de ação civil pública.

As três situações dispostas pela lei, no entanto, podem basicamente ser enquadradas em (i) práticas fraudulentas; (ii) prática de *insider trading* e (iii) violação de deveres de informação a que submetidas as companhias atuantes no mercado de capitais.

(i) A fraude ou manipulação do mercado, descrita como “*operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários*” consiste hipótese compreendida pela competência fiscalizadora da CVM.

² TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela jurisdicional do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, a. 29, v.80, out.-dez. 1990, pp. 138-148, disponível em: <http://www.revistadotribunais.com.br/>

(ii) A prática do chamado “*insider trading*” é descrita como o dano causado pela “*compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas*”.

(iii) A violação aos deveres de transparência a que submetidas as companhias, descrito como “*omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.*”

Com exceção da última hipótese - em que o dano decorre da violação de um dever objetivo de conduta prescrito pela norma e que será sancionado pelo simples descumprimento, nos termos da lei societária e da disciplina regulatória do mercado de capitais, independentemente da intenção de lesar ou obter vantagem -, nas demais situações haverá sempre aferição da intenção subjetiva do agente. Isto é: nesses casos, trata-se, evidentemente, de responsabilidade de natureza subjetiva, pertinente inclusive à investigação da intenção do agente de obter vantagem a partir da conduta ilícita praticada. Mas mesmo no caso do descumprimento de um dever objetivo (de informar), haverá sempre, no mínimo, falta de diligência esperada do administrador ou controlador obrigado à prática do ato omitido e, portanto, a natureza de sua responsabilização é subjetiva.

Conforme assevera Mancuso³, a lei não informa de que tipo de responsabilidade se trata: se objetiva ou subjetiva. Da análise das descrições legais acima, no entanto, é indene de dúvida que as hipóteses de que tratam configuram, sem exceção, casos de responsabilidade subjetiva. Ademais, não tendo a lei previsto que se impescinde de culpa, aplica-se aos casos a regra geral, segundo a qual responderá o agente por responsabilidade de natureza subjetiva⁴. Não há se falar, portanto, em responsabilidade de natureza objetiva, pois esta somente é aplicável em caráter excepcional⁵.

3 O INTERESSE JURÍDICO QUE SE VISA TUTELAR POR MEIO DA AÇÃO

³ MANCUSO, Rodolfo Camargo. Ação civil pública para a tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 07.12.1989. *Revista dos Tribunais*, v. 650, pp. 31-39, disponível em <http://www.revistadostribunais.com.br/>

⁴ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela jurisdicional do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, a. 29, v.80, out.-dez. 1990, pp. 138-148, disponível em: <http://www.revistadostribunais.com.br/>

⁵ Nesse sentido é também o que sustenta MANCUSO, Rodolfo Camargo. Ação civil pública para a tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 07.12.1989. *Revista dos Tribunais*, v. 650, pp. 31-39, disponível em <http://www.revistadostribunais.com.br/>

Muito embora a Ação Civil Pública tenha a por objetivo institucional o ânimo preventivo, i.e., impedir que aqueles que agem contrariamente à lei se beneficiem de seus atos ilícitos⁶, o interesse jurídico protegido pela ação prevista na Lei 7.913/1985 é essencialmente privado e individual. Ada Pellegrini Grinover⁷ sustenta que a lei foi a primeira a criar uma espécie de proteção de direitos individuais homogêneos (i.e., antes mesmo da promulgação do Código de Defesa do Consumidor, no ano seguinte, em 1990).

Especialmente porque criada antes da existência do conceito de tutela de direitos individuais homogêneos, a ação coletiva somente se justificaria se considerarmos que remanesce, como seu fundamento central, a proteção de interesses metaindividuais. Ainda que implícitos⁸, tais interesses se traduziriam na tutela do mercado de valores mobiliários em si, inerentemente integrado. Como sustenta Toledo⁹, a preocupação central do legislador ao buscar a tutela coletiva do investidor seria a proteção do mercado contra os potenciais efeitos em cascata decorrentes de ações ilícitas de seus agentes, o que define por meio da imagem “da pedra atirada n’água, com os círculos concêntricos formados a partir do ponto do impacto inicial”.

A verdade, todavia, é que pela via da ação coletiva, a lei busca a tutela preventiva ou ressarcitória da classe dos investidores no mercado mobiliário em decorrência de danos que lhe causar a conduta ilícita do controlador, do administrador ou de outro agente do mercado. Protege “os titulares de valores mobiliários” e “investidores do mercado”, buscando a tutela judicial para “evitar prejuízos” ou “obter ressarcimento de danos” a eles causados no mercado (art. 1º e 2º da lei).

A lei foi, portanto, clara ao definir que os interesses por ela protegidos são, muito embora coletivos, de caráter privado. A justificativa da tutela coletiva não está, portanto, na existência de mecanismo de proteção ao mercado – objetivo para o qual outras medidas existem – mas

⁶ Cf. ZACLIS, Lionel. A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: RT, 2007, p.153.

⁷ GRINOVER, Ada Pellegrini. O novo processo do consumidor. *Revista de Processo*, v. 66, abr-jun. 1991, p. 144.

⁸ Segundo Toledo, a lei reconhece “implicitamente, a existência, na hipótese, de interesses metaindividuais. Em outras palavras, pode-se afirmar que o legislador admitiu que as relações estabelecidas no mercado de valores mobiliários transcendem os interesses imediatos e diretos dos investidores, das empresas e agentes do mercado. Sem perder de vista, naturalmente, o móvel representado pela atuação de interesses individuais, o fato é que os negócios realizados em Bolsa ou mercado de balcão afetam não apenas seus intervenientes diretos, mas também os indiretos, ou seja, os demais titulares de valores mobiliários de emissão da mesma companhia.” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela jurisdicional do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, a. 29, v.80, out.-dez. 1990, pp. 138-148, disponível em: <http://www.revistadostribunais.com.br/>

⁹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela jurisdicional do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, a. 29, v.80, out.-dez. 1990, pp. 138-148, disponível em: <http://www.revistadostribunais.com.br/>

sim na difusão e coletividade dos interesses protegidos, que, nesse tipo de ação, somente serão efetivamente individualizados após reconhecido o dano, passando-se à sua individualização¹⁰.

Para tanto, a lei criou alguns mecanismos no intuito de viabilizar a tutela coletiva dos direitos dos investidores, tais como a possibilidade de constituição de contas judiciais remuneradas para ressarcimento dos prejudicados. Estas serão direcionadas individualmente aos investidores mediante posterior habilitação (art. 2º, §1º), podendo-se definir que as sobras - cujo objetivo seria indenizar aqueles que não se habilitaram - , sirvam à constituição de um fundo destinado à proteção dos interesses dos consumidores (art. 2º, § 2º, da Lei 7.913/1989 c/c art. 13 da Lei 7.347/1985).

Mas o que qualifica alguém como investidor protegido pela Lei 7.913/1989?

Ao dispor sobre os interesses tutelados, a lei se referiu ao titular de valores mobiliários ou investidor do mercado, atribuindo à Comissão de Valores Mobiliários o dever de informar o Ministério Público sobre situações que possam ensejar a iniciativa do *parquet* na proteção dos interesses coletivos. Muito embora seja tênue a linha de definição que separa o mercado financeiro e o mercado de capitais¹¹, certo é que a lei teve em mira apenas a proteção dos interesses relacionados a este segundo. A lei não tinha como escopo a abrangência dos interesses

¹⁰ ZACLIS, Lionel. A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: RT, 2007, p. 157.

¹¹ Não está dentro do escopo deste trabalho definir o que é ou não abrangido pelo conceito de mercado de capitais ou de valor mobiliário. Esclareça-se, no entanto, que, nos termos das normas vigentes, o mercado de capitais é aquele que disciplina os valores mobiliários, sujeitos à fiscalização e disciplina regulatória da CVM. Até as alterações introduzidas em 2001, o sistema legal brasileiro enumerava valores mobiliários, sem, contudo, apresentar definições. A mudança do sistema decorreu de preocupações ligadas a situações como a dos contratos de investimento como os “contratos de boi gordo”. A definição legal aberta, dada pelo art.2º da Lei 6.385/1976, alterada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001, permitiu à CVM definir o que entende estar sob a sua esfera de fiscalização e, assim, o que se deve compreender por valores mobiliários: [títulos] “ (i) ofertados publicamente, quaisquer (ii) títulos ou contratos de (iii) investimento coletivo que gerem (iv) direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos (v) rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

(cf: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/introducao.html). Em reforço à dificuldade de definição de valor mobiliário vele conferir a lição de Nelson Eizirik:

“A dificuldade de conceituar os valores mobiliários decorre do fato de constituírem bens com características muito específicas. Com efeito, os valores mobiliários diferem de outros bens em alguns aspectos fundamentais. Primeiramente, eles não possuem um valor intrínseco, isto é, não têm valor em si – quanto vale uma ação, por exemplo, depende, entre outros fatores, de sua liquidez no mercado, das atividades desenvolvidas por sua emissora, da lucratividade que esta apresenta em um determinado período de tempo e das perspectivas futuras do nicho de negócios a que tal entidade se dedica.

Em segundo lugar, os valores mobiliários não são bens produzidos ou fabricados para serem usados ou consumidos, mas são emitidos e depois ofertados aos investidores, que podem negociá-los no mercado secundário a preços variáveis e por um número indeterminado de vezes. Em terceiro lugar, embora tenham em comum a aptidão a circular publicamente em massa devido à sua natureza fungível, os ativos considerados valores mobiliários possuem características díspares entre si, por atribuírem a seus titulares diferentes direitos e, também, por serem utilizados para diversas finalidades. (...) a definição de valores mobiliários sempre esteve relacionada a títulos que corporificam investimentos de risco, nos quais o retorno do investidor está diretamente vinculado ao sucesso do empreendimento.” (cf. EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais. Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 24).

relacionados à atividade dos bancos, própria do mercado financeiro, que possui regulação diversa e cujos investidores hoje são considerados, em regra, sob a proteção do direito do consumidor¹².

Por isso mesmo, entende-se haver certa impropriedade ou confusão na aplicação da lei 7.913/1989 pelo Poder Judiciário. De fato, em alguns julgados que reputam aplicável o diploma destinado à proteção do mercado de capitais, fica claro que se tratam de situações típicas do mercado financeiro. Isso ocorre com alguma frequência em situações em que instituições financeiras estiveram sujeitas ao regime de liquidação, o que dificulta, inclusive, a aferição quanto à real abrangência e efetividade da norma.

¹² Este entendimento foi definitivamente decidido pelo STF em 2006, no julgamento da ADIN 2591/DF, que, por maioria, reputou consumidores os investidores detentores da posição de destinatários finais dos serviços bancários: CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. ART. 5º, XXXII, DA CB/88. ART. 170, V, DA CB/88. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. SUJEIÇÃO DELAS AO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR, EXCLUÍDAS DE SUA ABRANGÊNCIA A DEFINIÇÃO DO CUSTO DAS OPERAÇÕES ATIVAS E A REMUNERAÇÃO DAS OPERAÇÕES PASSIVAS PRATICADAS NA EXPLORAÇÃO DA INTERMEDIACÃO DE DINHEIRO NA ECONOMIA [ART. 3º, § 2º, DO CDC]. MOEDA E TAXA DE JUROS. DEVER-PODER DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. SUJEIÇÃO AO CÓDIGO CIVIL. 1. As instituições financeiras estão, todas elas, alcançadas pela incidência das normas veiculadas pelo Código de Defesa do Consumidor. 2. "Consumidor", para os efeitos do Código de Defesa do Consumidor, é toda pessoa física ou jurídica que utiliza, como destinatário final, atividade bancária, financeira e de crédito. 3. O preceito veiculado pelo art. 3º, § 2º, do Código de Defesa do Consumidor deve ser interpretado em coerência com a Constituição, o que importa em que o custo das operações ativas e a remuneração das operações passivas praticadas por instituições financeiras na exploração da intermediação de dinheiro na economia estejam excluídas da sua abrangência. 4. Ao Conselho Monetário Nacional incumbe a fixação, desde a perspectiva macroeconômica, da taxa base de juros praticável no mercado financeiro. 5. O Banco Central do Brasil está vinculado pelo dever-poder de fiscalizar as instituições financeiras, em especial na estipulação contratual das taxas de juros por elas praticadas no desempenho da intermediação de dinheiro na economia. 6. Ação direta julgada improcedente, afastando-se a exegese que submete às normas do Código de Defesa do Consumidor [Lei n. 8.078/90] a definição do custo das operações ativas e da remuneração das operações passivas praticadas por instituições financeiras no desempenho da intermediação de dinheiro na economia, sem prejuízo do controle, pelo Banco Central do Brasil, e do controle e revisão, pelo Poder Judiciário, nos termos do disposto no Código Civil, em cada caso, de eventual abusividade, onerosidade excessiva ou outras distorções na composição contratual da taxa de juros. ART. 192, DA CB/88. NORMA-OBJETIVO. EXIGÊNCIA DE LEI COMPLEMENTAR EXCLUSIVAMENTE PARA A REGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO. 7. O preceito veiculado pelo art. 192 da Constituição do Brasil consubstancia norma-objetivo que estabelece os fins a serem perseguidos pelo sistema financeiro nacional, a promoção do desenvolvimento equilibrado do País e a realização dos interesses da coletividade. 8. A exigência de lei complementar veiculada pelo art. 192 da Constituição abrange exclusivamente a regulamentação da estrutura do sistema financeiro. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. ART. 4º, VIII, DA LEI N. 4.595/64. CAPACIDADE NORMATIVA ATINENTE À CONSTITUIÇÃO, FUNCIONAMENTO E FISCALIZAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. ILEGALIDADE DE RESOLUÇÕES QUE EXCEDEM ESSA MATÉRIA. 9. O Conselho Monetário Nacional é titular de capacidade normativa --- a chamada capacidade normativa de conjuntura --- no exercício da qual lhe incumbe regular, além da constituição e fiscalização, o funcionamento das instituições financeiras, isto é, o desempenho de suas atividades no plano do sistema financeiro. 10. Tudo o quanto exceda esse desempenho não pode ser objeto de regulação por ato normativo produzido pelo Conselho Monetário Nacional. 11. A produção de atos normativos pelo Conselho Monetário Nacional, quando não respeitem ao funcionamento das instituições financeiras, é abusiva, consubstanciando afronta à legalidade. (STF, DI 2591 / DF, Tribunal Pleno, Rel. Min. Carlos Velloso, Rel. p/ Acórdão Min. Eros Grau, j. em 07/06/2006, DJ 29.09.2006)

Nesse sentido, é o que se pode conferir, exemplificativamente¹³, da decisão do REsp 311.492/SP, da Relatoria de Nancy Andrichi, sobre a liquidação de Delfin Capitalização S.A., quando sustentou a legitimidade do Ministério Público, mesmo antes da instituição do conceito legal de direitos individuais homogêneos pela Lei 8.078/1990 (CDC) porque, a seu ver, “*a tutela de direitos individuais homogêneos dos aplicadores de títulos de capitalização lesados pela atuação irregular de sociedade de capitalização no mercado financeiro.*”

Mesma confusão aparece na discussão levada com propriedade pelo Min. Castro Meira no voto prolatado como relator do Recurso Especial nº 8.878/ SP, de 04.04.2002, por meio do qual o Ministério Público visava o reconhecimento de sua legitimação com base na Lei 7.913/1989 e que foi afastado pelo Ministro Relator:

“O representante do Parquet federal, anuindo às razões do recurso especial, aduz que a Lei nº 7.347/85, por seu artigo 5ºm, §1º, se aplica subsidiariamente à Lei nº 7.913/89, que dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. A seu ver, não é dotado da melhor exegese o argumento de que a ação disciplinada por esta última destina-se, unicamente, à proteção dos titulares de valores mobiliários, em razão das graves consequências para o sistema financeiro advindas dos ilícitos referidos em seu artigo 1º. Não obstante, data vênua, na hipótese *sub judice*, difícil o enquadramento da legislação supra, pois não se trata da defesa de interesses difusos, coletivos ou individuais homogêneos ou mesmo de ação para obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e investidores de mercado.”

Ainda assim, é possível sustentar que os tribunais brasileiros já tiveram oportunidade de se deparar com inúmeras situações em que havia interesses protegidos pela Lei 7.913/1989 em jogo e, invariavelmente, entenderam viável a sua proteção pela via da ação civil pública. Em regra, o entendimento judicial se volta à compreensão de que, ao propor ação desse tipo, o que se busca é a proteção de interesses individuais homogêneos dos investidores. A tutela, portanto, será sempre afastada quando não for possível identificar o caráter coletivo e homogêneo¹⁴ do bem jurídico visado.

¹³ Outros casos há nos quais a lei 7.913/1989 é indistintamente aplicada a situação em que o Ministério Público age em busca de proteção a direitos de investidores no mercado financeiro. Cf. TJSP, AC nº 116.726.4/9, Rel. Des. Eernani de Paiva, j. em 19.04.2001; : STJ, REsp 8.878/1991, Rel. Min. Castro Filho, j. em 04.04.2002: AÇÃO DE INDENIZAÇÃO – BANCOS – LIQUIDAÇÃO EXTRAJUDICIAL ENCERRADA – LEGITIMIDADE E INTERESSE DO MINISTÉRIO PÚBLICO – EXISTÊNCIA. Inexiste respaldo

¹⁴ Processo Civil. Ação Civil Pública. Dissolução de Sociedade Anônima. O Ministério Pública não pode, em ação civil pública, pedir a dissolução de uma sociedade anônima, alegadamente no interesse dos acionistas; imprestabilidade da ação civil pública para as finalidades pretendidas, seja porque não diz respeito a interesses coletivos, e

4 AS PARTES LEGITIMADAS NAS AÇÕES CIVIS PÚBLICAS PARA A PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES NO BRASIL E NAS *CLASS ACTIONS* AMERICANAS

4.1 LEGITIMAÇÃO ATIVA EXTRAORDINÁRIA DO MINISTÉRIO PÚBLICO. CARÁTER EXCLUSIVO OU INTERPRETAÇÃO EXTENSIVA?

Questão intrinsecamente ligada ao interesse jurídico tutelado pela ação civil pública para a proteção dos investidores no mercado de capitais é a legitimação do Ministério Público para agir em sua defesa. Na origem muito se discutiu a legitimidade do *parquet* para estas ações, já que, como visto, ao fim e ao cabo, os interesses por ela protegidos são individuais.

A noção de direitos individuais homogêneos, introduzida pelo CDC, foi um verdadeiro alento àqueles que tentavam ancorar a legitimação do Ministério Público para a ação disciplinada pela Lei 7.913/1989, na existência de danos difusos. Isso porque a verdade é que nem sempre haverá efeito que se possa considerar difuso ou metaindividual nas situações previstas no art. 2º da lei e que dão ensejo à propositura da ação civil pública para a proteção do mercado de capitais.

No entanto, deve-se admitir que, mesmo após a vigência do CDC, não restou indene de dúvidas a legitimação do Ministério Público a buscar a proteção de direitos individuais homogêneos, que muitas vezes despertou a discussão quanto à necessidade de que fossem estes qualificados como indivisíveis e indisponíveis.¹⁵ A lei, todavia, atribui legitimação extraordinária ao Ministério Público para a proteção de direitos individuais, desde que configurada a sua *homogeneidade e coletividade*, ou seja, presente o interesse coletivo na sua proteção.

Com acerto, Zaclis¹⁶ sustenta que é efetivamente importante para a definição da legitimidade do Ministério Público a verificação da “ocorrência de uma conduta antijurídica que atinge

sim de interesses de um grupo de pessoas, seja porque a sentença não resultaria em provimento genérico, na medida do interesse público, este o unido que o Ministério Público pode pleitear. Recurso especial não conhecido. (STJ, REsp 36.098/ SP, Rel. Min. Ari Pargendler, 3ª Turma, j. em 10.12.1999); Ação Civil Pública. Sentença acolhe preliminar de ilegitimidade ativa e julga extinto o processo sem a resolução de mérito. Apelação. Ministério Público é parte legítima para ajuizar ação civil pública para a tutela de interesses homogêneos de consumidores/ investidores de fundos de investimentos. Reforma da sentença. Provimento do Recurso (TJRJ, AC 1.942/2007, Rel. Des. Raul Celso Lins e Silva, j. em 14.02.2007).

¹⁵ Sobre a discussão, confira-se, entre outros: GRINOVER, Ada Pelegrini. *O processo em evolução*. Rio de Janeiro: Forense, 1998, p. 121-122; MANCUSO, Rodolfo Camargo. Sobre a legitimação do Ministério Público em matéria de interesses individuais homogêneos. In: MILARÉ, Edis (coord.). *Ação Civil Pública – Lei 7.347/1985: reminiscências e reflexões após dez anos de aplicação*. São Paulo: RT, 1995, p. 448-449; ZACLIS, Lionel. *A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 96-105.

¹⁶ ZACLIS, Lionel. *A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 102.

uma expressiva quantidade de pessoas, se consubstancia em um interesse difuso na obtenção da necessária tutela jurisdicional.” Segundo seu raciocínio, “a coletivização da tutela” é que gera a “indivisibilidade do interesse quanto à sua obtenção”. Não há indivisibilidade do direito em si. E continua: para os fins da Lei 7.913/1989, “a legitimação do MP não decorre de serem indisponíveis os direitos individuais dos investidores no mercado de valores mobiliários. Na verdade, indisponíveis eles não são.”

De fato, a própria lei deixa clara a disponibilidade dos direitos quando ressalta a concorrência do investidor para a propositura de demandas de seu interesse, mencionando que a ação civil pública será proposta “sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado”. Como afirma Zaclis, portanto, “indisponível, sim, é o interesse na obtenção de tutela de natureza indivisível, que diz respeito a um número indeterminado de pessoas.”¹⁷

Logo, certo é que o Ministério Público detém legitimidade para a busca da tutela coletiva dos direitos individuais homogêneos dos investidores. A questão que remanesce, assim, é quanto à possibilidade de se atribuir legitimidade aos outros entes a que se refere o art. 5º da Lei 7.347/1985¹⁸, em virtude da sua aplicação subsidiária, tal qual disposto no art. 3º da Lei 7.913/1989.

A polêmica reside no fato de a lei especial atribuir legitimação, com exclusividade, ao Ministério Público, sem fazer qualquer extensão. Mas há expressiva parte da doutrina que sustenta a aplicação extensiva, com a legitimação de todos os entes previstos no art. 5º da Lei 7.347/1985, como é o posicionamento de Meirelles¹⁹, de Leonel²⁰.

Se adotarmos a regra geral de interpretação, a determinar que somente será aplicável a disciplina subsidiária naquilo que a lei especial deixou de prever, a possibilidade será afastada.

¹⁷ ZACLIS, Lionel. *A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 102.

¹⁸ Referida norma assim dispõe: Art. 5º Têm legitimidade para propor a ação principal e a ação cautelar: I - o Ministério Público; II - a Defensoria Pública; III - a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios; IV - a autarquia, empresa pública, fundação ou sociedade de economia mista; 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. § 1º O Ministério Público, se não intervier no processo como parte, atuará obrigatoriamente como fiscal da lei. § 2º Fica facultado ao Poder Público e a outras associações legitimadas nos termos deste artigo habilitar-se como litisconsortes de qualquer das partes. § 3º Em caso de desistência infundada ou abandono da ação por associação legitimada, o Ministério Público ou outro legitimado assumirá a titularidade ativa. § 4º O requisito da pré-constituição poderá ser dispensado pelo juiz, quando haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido. § 5º Admitir-se-á o litisconsórcio facultativo entre os Ministérios Públicos da União, do Distrito Federal e dos Estados na defesa dos interesses e direitos de que cuida esta lei. § 6º Os órgãos públicos legitimados poderão tomar dos interessados compromisso de ajustamento de sua conduta às exigências legais, mediante cominações, que terá eficácia de título executivo extrajudicial.

¹⁹ MEIRELLES, Hely Lopes. *Ação Civil Pública - Mandado de Segurança*. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 194.

²⁰ LEONEL, Ricardo de Barros. *Manual do processo coletivo*. São Paulo: RT, 2002, p. 130-131.

No caso, havendo norma específica quanto à legitimidade ativa para a propositura de ação civil pública por dano ao mercado, inexistente permissivo legal que amplie a norma, a fim de tornar legal a legitimação dos demais entes descritos no art. 5º da Lei 7.347/1989.

No entanto, a razoabilidade aponta para o inverso, já que os direitos protegidos nas ações civis públicas em favor do investidor de companhia aberta visam interesses individuais homogêneos ou, quando muito, coletivos e, portanto, raramente despertam o interesse do Ministério Público na promoção da ação coletiva competente. Assim, é evidentemente desejável a ampliação do polo ativo no sistema brasileiro.²¹

A discussão sobre a legitimidade ativa para as ações civis públicas de investidor ganhou corpo em 2012, quando o grupo francês Casino e a família Diniz entraram em disputa arbitral por meio da qual discutiam o descumprimento de acordo de acionistas controladores do Grupo Pão de Açúcar. No cerne da disputa estava a tentativa dos acionistas representantes dos interesses da família Diniz de promover uma associação entre com o Grupo Pão de Açúcar e o Grupo Carrefour no Brasil, principal concorrente do Grupo Casino na França. Na época surgiram ações coletivas propostas por associações supostamente ligadas aos interesses de acionistas minoritários, que se diziam prejudicadas pela disputa dos controladores.

As demandas, propostas por ABRAC (Associação Brasileira de Direitos e Garantias Fundamentais do Cidadão) e APAMPA (Associação de Proteção Coletiva dos Minoritários e Investidores do Pão de Açúcar) e que tramitaram em São Paulo²², levaram também à contratação e confecção de diversos pareceres sobre o tema – e, é claro, reavivaram acaloradas discussões em diferentes direções²³. O resfriamento da discussão com a realização de acordo entre aqueles que então detinham controle compartilhado do Grupo Pão de Açúcar, e os problemas relativos ao preenchimento dos requisitos legais pelas associações proponentes das demandas²⁴.

²¹ Esse, aliás, o posicionamento de ZACLIS, Lionel. *A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 169-170, que sustenta, inclusive, que a lei deveria dispor sobre uma legitimidade ainda mais ampla: “a legitimação deve ser estendida à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – de modo a facultar-se-lhe atuação idêntica à de sua congênera estadunidense, a Securities and Exchange Commission (SEC) – , assim como a integrantes da iniciativa privada, sejam indivíduos, sejam associações de defesa de investidores, atribuindo-se ao juiz, na esfera de seu poder discricionário, a escolha do representante adequado.”

²² Uma das ações foi extinta em primeiro grau e a decisão foi mantida por meio do acórdão que, por maioria, rejeitou o MS 0046809-34.2012.8.26.0000, voto do Rel Des. Ricardo Negrão, da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. em 16.10.2012; uma delas ainda em trâmite perante a 10ª Vara Cível, ACP nº 1011676-65.2013.8.26.0100.

²³ Na ocasião, posicionou-se favoravelmente à legitimação extensiva: 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*, v. 233, jul. 2014, p. 151 – 211, disponível em: <http://www.revistadoatribunais.com.br/>; contrário à legitimação extensiva: NERY JE, Nelson. ABRAC: Requisitos legais para associação adquirir legitimidade ativa ad causam para Propositura da ação coletiva. *Soluções Práticas de Direito*, v. 5, set. 2014, p. 659 – 735,

DTR\2014\17357, disponível em <http://www.revistadoatribunais.com.br/>

²⁴ Ou seja: tempo de constituição e especialidade do objeto.

Mais recentemente, em 2018, uma ação civil pública foi ajuizada por associação de acionistas minoritários da Petrobrás²⁵. O tema da legitimidade da associação, no entanto, não foi o cerne da discussão, já que a primeira matéria de defesa oposta pela companhia, que figurou isoladamente no polo passivo da lide, foi a exceção de compromisso arbitral, em virtude de cláusula compromissória inserta no estatuto da companhia.

O juízo da 6ª Vara Cível de São Paulo, Capital²⁶, reconheceu a vinculação dos acionistas associados à cláusula compromissória e, por conseguinte, que a discussão deveria ser solucionada por procedimento arbitral coletivo. e a paralização da ação para levar a discussão para a seara arbitral.

Ao pautar-se por essa decisão, tudo indica que a tendência do Poder Judiciário é mesmo a de admitir a legitimidade das associações para figurarem no polo passivo da ação civil pública voltada aos interesses coletivos de investidores. No entanto, o tema não foi enfrentado com maior profundidade pelos Tribunais Superiores.

4.2 A LEGITIMAÇÃO ATIVA E OS REQUISITOS DA *SHAREHOLDER CLASS ACTION*

Muito da desejável ampliação da legitimidade ativa para a propositura de ação civil pública para a proteção do mercado de valores mobiliários no sistema brasileiro advém da comparação entre o nosso sistema e aquele adotado nos Estados Unidos da América. Lá, a legitimação ativa é atribuída diretamente ao indivíduo, como representante da classe, ou seja, a proteção dos interesses pode se dar de forma privada, por meio da propositura das *class actions for damages*, além da pública, por meio das *public actions*.²⁷

As *public actions* vão além da simples indenização dos investidores por danos por eles sofridos. De iniciativa da SEC, tais ações têm também escopo mais amplo. Por meio delas se busca a proteção do mercado, dissuadindo e reprimindo condutas ilícitas por meio da aplicação de sanções civis, além da busca de reparação dos danos às vítimas. Aqui, no entanto, não nos vamos ater às *public actions*.

²⁵ Processo nº 1106499-89.2017.8.26.0100, da 6ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo, Capital.

²⁶ Decisão da lavra da Juíza de Direito Lúcia Caninéo Campanhã, datada de 04.07.2018, transitada em julgado após desistência do apelo pela associação autora.

²⁷ ZACLIS, Lionel. A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: RT, 2007, p. 185.

Nas *class actions*, a exemplo das ações civis públicas brasileiras, o interesse tutelado é, ao fim e ao cabo, dos acionistas que se veem lesados pelas condutas ilícitas de agentes do mercado. Pressupõem, no entanto, um número elevado de titulares de posições individuais de vantagem no plano substancial, unidos por uma questão comum, a qual possibilita o tratamento processual unitário e simultâneo das várias pretensões, por intermédio da presença, em juízo, de um único expoente da classe.²⁸

A *class action* serve essencialmente a três propósitos: (i) incremento à economia do Poder Judiciário, evitando múltiplas ações; (ii) oferecer método de proteção de direitos daqueles que não apresentariam demandas individuais em virtude de razões práticas, tais como custo, temeridade ou ignorância; (iii) as *class actions* salvaguardam o Poder Judiciário de resultados inconsistentes ou conflitantes entre si e asseguram ao réu que sua responsabilidade, se houver, estará sujeita a um único procedimento.²⁹

A regulamentação das *class actions* é dada pela *Rule 23* do Federal Rules of Civil Procedure. Por meio dessa norma, são minuciosamente fixados os requisitos essenciais para que seja possível a demanda coletiva.

A aferição quanto à adequada representação da classe é um dos requisitos mais importantes da *class action*. Ela é que garante o controle de validade de todo o procedimento que, em regra, vinculará toda a classe.

No tocante à representatividade de classe, determina a *Rule 23*: “(1) esta [a classe] seja tão numerosa que torne impraticável a reunião da totalidade de seus membros (*numerosity*); (2) haja questões de direito ou de fato comuns à classe (*commonality*); (3) os pedidos ou as defesas das partes-representantes sejam típicos dos pedidos ou das defesas da classe (*typicality*); e (4) as partes-representantes protejam de maneira justa e adequada os interesses da classe (*adequacy of representation*).”³⁰

Conforme assevera Bueno³¹, deverá ser definida a representatividade adequada da classe, que se dá não só pela qualificação do representante, mas também pela prova da existência da classe em si. Ou seja: aquele que busca a tutela por meio da *class action* deverá, antes de tudo, demonstrar que há sujeitos numerosos, preferencialmente dispersos em diferentes jurisdições, e que detêm igual interesse na demanda a ser proposta.

²⁸ ZACLIS, Lionel. A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: RT, 2007, p. 32.

²⁹ BLOCK, D.; LERACH, W (org.). *Class and derivative litigation in the 1990's – The new battleground*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall Law & Business, 1992, p. 18.

³⁰ ZACLIS, Lionel. A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: RT, 2007, p. 36-37.

³¹ BUENO, Cassio Scarpinella. As *class actions* norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta. *Revista de Processo*, v. 82, 1996, p. 92-151, disponível em: <http://www.revistadostribunais.com.br/>

Mas não basta simplesmente a existência da classe: a critério do juízo deverá ser avaliado o interesse na formação da demanda de classe. Para tanto, contribuem o risco de se ter regras individuais de conduta incompatíveis entre si, se há como objetivo a busca de uma decisão a favor ou contra a classe para que sejam respeitados seus direitos civis, ou, por fim, se é conveniente, por questões de economia processual e segurança jurídica, a reunião das centenas, milhares ou milhões de lides individuais (*multiple litigation*) para uma decisão (vinculante, salvo a hipótese de auto exclusão) conjunta e uniforme.³²

Somente após aferidos tais requisitos é que será estabelecida a chamada *fair representation*. Para tanto, o sujeito que busca liderar a *class action* deverá demonstrar a representatividade atual da classe, que há interesses homogêneos e que estes não se contrapõem. Se houver interesses desiguais, poderá haver subdivisões de classes e a decisão vinculará somente a classe original.³³

Há possibilidade de associações serem legitimadas, desde que "*se alegue que a associação ou membros desta foram efetivamente prejudicados*"³⁴ Os Estados federados também são legitimados em nome dos cidadãos residentes. Mas, nesse caso, "*as tutelas admissíveis são apenas as de cunho declaratório ou mandamental, não podendo os estados pleitear indenização de danos, a menos que expressamente autorizados por lei.*"³⁵

O representante também deverá demonstrar a adequação da sua representação, ou seja: por que deverá ser ele, e não outro, o representante de toda a classe de indivíduos lesados. A representação adequada será sempre balizada pela relevância do interesse do representante no caso (normalmente aquele integrante da classe que detém o maior interesse econômico na demanda) e a habilitação do advogado do representante para a demanda³⁶. Conforme enfatiza Zaclis³⁷, nesse quesito, muitas vezes a escolha do advogado representante é a questão mais relevante ao juiz, pois é muito relevante a sua qualidade técnica - que lhe confere aptidão à representação da classe -, e responsabilidade, pois ele levará adiante os interesses da coletividade nessas ações.

A preocupação quanto ao requisito da representação adequada existe essencialmente para salvaguardar o direito ao devido processo legal, já que, nos Estados Unidos os membros da

³² As *class actions* norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta. *Revista de Processo*, v. 82, 1996, p. 92-151, disponível em: <http://www.revistadostribunais.com.br/>

³³ As *class actions* norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta. *Revista de Processo*, v. 82, 1996, p. 92-151, disponível em: <http://www.revistadostribunais.com.br/>

³⁴ ZACLIS, Lionel. A proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo, RT, 2007, p. 43.

³⁵ ZACLIS, Lionel. A proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo, RT, 2007, p. 43.

³⁶ As *class actions* norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta. *Revista de Processo*, v. 82, 1996, p. 92-151, disponível em: <http://www.revistadostribunais.com.br/>

³⁷ ZACLIS, Lionel. A proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo, RT, 2007, p. 45.

classe estarão, em regra, sujeitos e vinculados à decisão a ela direcionada³⁸, a exceção de que a ação comporte o direito de pedir sua exclusão (*opt out*) e o sujeito informe seu desinteresse em compor a classe. Conforme assevera Grinover, portanto, os efeitos da decisão na *class action*, são "(...) *ultra partes e erga omnes* (...) desde que criteriosamente aferida a adequação da representação. Portanto, o requisito constante da Regra (23) (1) (4), que exige dos representantes protegerem adequadamente os interesses da classe, baseia-se no princípio do devido processo de direito (*due process of law*): um julgamento não pode vincular membros ausentes da classe se os representantes não tiverem sido adequados."³⁹

A *class action for damages*, prevista na alínea (b) (3), que é objeto desse estudo, não é obrigatória (*not mandatory*), admitindo-se, nesse caso, a possibilidade de autoexclusão.⁴⁰ Mas como a regra adotada é a da presunção de que todos aqueles que não se manifestarem em sentido contrário integram a classe, a fim de se garantir o devido processo legal, determina o sistema norte-americano sejam enviadas notificações a cada um dos membros da classe, noticiando sobre a propositura da ação.

Por meio das notificações, o requerente deve informar sobre: "(i) a possibilidade de cada membro pretender sua autoexclusão, até a data indicada, dos efeitos de eventual decisão de mérito, não se sujeitando, destarte, à coisa julgada (*right to opt out*); (ii) que o julgamento, favorável ou desfavorável, afetará todo aquele membro que não requerer sua exclusão na forma da lei (não existe no regime jurídico das *class actions* a possibilidade de formação da coisa julgada *secundum eventum litis*), sendo certo que o sujeito que se excluiu não poderá alegar em ação posterior o *collateral estoppel* e, por fim, (iii) que, querendo, poderá o membro participar diretamente da ação, desde que se faça representar por advogado."⁴¹

Tal entendimento foi delineado pela decisão prolatada no caso *Eisen v. Carlisle & Jacquelin*⁴², que formou o precedente segundo o qual o representante da classe deverá ser responsável por notificar o individualmente o restante dos integrantes da classe. Por meio do julgado,

³⁸ OQUENDO, Angel R. Six degrees of separation: from derivative Suits to shareholder class actions. 48 *Wake Forest Law Review*, v. 48, 2013, pp. 643- 672, p. 659, disponível em: <http://heinonline.org>

³⁹ GRINOVER, Ada Pellegrini. Código brasileiro de defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001, p. 834.

⁴⁰ ZACLIS, Lionel. A proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo, RT, 2007, p. 40.

⁴¹ BUENO, Cassio Scarpinella. As *class actions* norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta. *Revista de Processo*, v. 82, 1996, p. 92-151, disponível em: <http://www.revistadostribunais.com.br/>

⁴² 417 U.S. 156, 94 S. Ct. 2140, 40 L. Ed. 2d 732, 1974 U.S. "Petitioner further contends that adequate representation, rather than notice, is the touchstone of the due process in a class action and therefore satisfies Rule 23. We think this view has little to commend it. To begin with, Rule 23 speaks to notice as well as to adequacy of representation and requires that both be provided. Moreover, petitioner's argument proves too much, for it quickly leads to conclusion that no notice at all, published or otherwise, would be required in the present case. This cannot be

foi revogada a decisão da *district court*, que havia firmado entendimento de que seria possível notificação por meio de avisos em jornais e, ademais, a transferência do custo das notificações ao réu, haja vista a probabilidade do direito invocado pelo autor. Os juízes entenderam que não havia nada na *Rule 23* que permitisse a adoção de tal raciocínio, incumbindo ao representante da classe o envio e custeio das notificações para os membros cujos endereços poderiam ser conhecidos mediante razoável esforço.

Nota-se aí uma diferença fundamental entre o sistema americano e o brasileiro: no Brasil, a ação coletiva não vinculará o sujeito que não participou da relação processual diretamente, mesmo que integre a classe, exceto se a decisão lhe for favorável. Se a decisão for desfavorável, os integrantes da classe ainda poderão ajuizar ações individuais. Já nos Estados Unidos, a classe deverá ser tratada de igual forma e a decisão será vinculativa independentemente do resultado da demanda, à exceção de que o sujeito ressalve seu direito de propor ação individual.

4.3 LEGITIMIDADE PASSIVA NA AÇÃO CIVIL PÚBLICA BRASILEIRA E NA *SHAREHOLDERS CLASS ACTION*

Com base no art.1º da lei 7.913/1989, é possível afirmar que há diferentes legitimados passivos, *i.e.*, será réu na ação civil pública o causador do dano ao investidor. Conforme assevera Mancuso⁴³, “*o pólo passivo será integrado por todos os que concorreram para, ou se beneficiaram dos atos e omissões que colocam em risco (tutela cautelar) ou causaram danos aos investidores (art. 1º)*”.

O que se discute é se há situações em que a própria companhia aberta, emissora de ações comercializadas no mercado, será parte legítima passiva. Afinal, em regra não é a companhia quem causa dano ao investidor, mas sim os seus administradores e/ou controladores, ou ainda terceiros a ela relacionados (como nos casos de *insider trading*) e agentes intermediários que atuam no mercado.

De fato, a inclusão da companhia como réu na ação civil pública que visa a indenização de seus próprios acionistas geraria problemas de duas ordens. O primeiro deles é o fato de que

so, for quite apart from what due process might require, the command of Rule 23 is clearly to the contrary. We therefore conclude that Rule 23(c)(2) requires that individual notice be sent to all class members who can be identified by reasonable effort" (...) "the short answer to these arguments is that individual notice to identifiable class members is not a discretionary consideration to be waived in a particular case. It is, rather, an unambiguous requirement of Rule 23. There is nothing in Rule 23 to suggest that the notice requirements can be tailored to fit the pocketbooks of particular plaintiffs"

⁴³ MANCUSO, Rodolfo Camargo. Ação civil pública para a tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 07.12.1989. *Revista dos Tribunais*, v. 650, pp. 31-39, disponível em <http://www.revistadostribunais.com.br/>

se estaria atribuindo responsabilidade ao ente pela conduta da pessoa que o representa (administrador) ou detém sobre ela o poder decisório (controlador). Ou seja, em última análise estaria admitindo a responsabilidade objetiva da companhia em virtude dos atos tipificados no art. 1º da Lei 7.913/1989 o que, como visto, não está contemplado na lei.

O segundo ponto diz respeito ao ciclo vicioso que surgiria da necessidade de indenização dos acionistas pela própria companhia. Isso porque, se o acionista detém parcela da companhia, ao fim e ao cabo, o prejuízo da companhia reflete, ainda que indiretamente, na esfera individual de direitos do acionista. É dizer: possui reflexos na distribuição de lucros e da valorização de sua participação acionária.

No nosso sistema, não existe *a priori* a atribuição de responsabilidade à companhia. O legitimado a responder a ação civil pública é aquele que deu causa ao prejuízo, é o responsável pelo dano. A companhia emissora das ações detidas pelos titulares de direitos protegidos pela lei 7.913/1989 não é legitimada a figurar no polo passivo da ação civil pública. Se o prejuízo ao mercado advém de situação relacionada a ações ou outros títulos emitidos pela companhia, o pedido será direcionado ao controlador, a seus administradores, ou a ambos, se o caso, ou a terceiros identificados como causadores do dano (ex: o sujeito que divulga a informação indevidamente para que determinada pessoa dela se aproveite, assim como aquele que faz uso da informação privilegiada para obter proveito em prejuízo ao mercado).

A despeito desta inexorável conclusão, a verdade é que situações poderão existir em que, havendo confusão entre controlador e controlada, como, por exemplo, em hipóteses de fusão ou incorporação, a própria Companhia deverá integrar o polo passivo de ações civis públicas. Como resultado, surge o paradoxo de que poderá o “acionista inocente” ser chamado a pagar a conta.

Situação desse tipo ocorreu em Ação Civil Pública movida pelo Ministério Público contra a Lojas Renner S.A. na qualidade de sucessora de JC Penney Brasil Comercial Ltda. O Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul reconheceu que a pretensão do Ministério Público se encontrava prescrita. No entanto, não deixou de analisar as questões atinentes à legitimidade ativa e passiva.

Da narrativa dos fatos, compreende-se que, de acordo com as alegações do Ministério Público, “restou comprovado, tanto no inquérito quanto nos autos desta ação civil pública, que a ré realizou operação duvidosa, não equitativa, prejudicando deliberadamente o grupo de acionistas minoritários que alienou suas ações na Oferta Pública realizada em dezembro de 1998, porquanto, poucos dias após, o mesmo tipo de ação foi vendida em leilão com acréscimo de mais de 50%; evidente a prática não equitativa da ré, assim como a relevância da repercussão

social e econômica de sua conduta, que caracterizou manipulação de preço e lesão aos investidores minoritários, assim como ao interesse público”.

De acordo com as razões por meio das quais afastada a alegação de ilegitimidade passiva da companhia (Lojas Renner S.A.), é possível compreender que a sua legitimidade está fundada unicamente na situação de sucessora da controladora e em tese responsável pelo alegado dano aos investidores: “A legitimidade passiva da ré, Lojas Renner S/A, sucessora por incorporação da J. C. PENNEY BRASIL COMERCIAL LTDA, é evidente, na medida em que esta havia incorporado anteriormente a J. C. PENNEY BRASIL INVESTIMENTOS LTDA (‘braço’ da norte-americana J C PENNEY BRAZIL INC., e que teria realizado, por ordem desta última, as operações reputadas como ilícitas pelo autor e discutidas neste feito).”⁴⁴

Outra situação em que a Companhia integrou o polo passivo da lide, porém, nesse caso, não nos parece que detinha, de fato, legitimidade para figurar com ré, foi caso julgado pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região, envolvendo a companhia telefônica Oi (Telemar)⁴⁵.

⁴⁴ TJRS, AC 70029771839, Rel. Des. Eugênio Facchini Neto, 19ª Câmara Cível, j. em 30.08.2011: APELAÇÃO CÍVEL. AÇÃO CIVIL PÚBLICA. OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE AÇÕES DAS LOJAS RENNER S/A. POSTERIOR PUBLICAÇÃO DE NOVA OFERTA DE COMPRAS, POR VALOR EXPRESSIVAMENTE MAIOR. PRÁTICA NÃO EQUITATIVA. MANIPULAÇÃO DE PREÇOS. PREJUÍZO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS. TEMOR DA OCORRÊNCIA DO DENOMINADO ‘FECHAMENTO BRANCO’. REPARAÇÃO DE DANOS. LEGITIMIDADE ATIVA DO MINISTÉRIO PÚBLICO. LEGITIMIDADE PASSIVA DA RÉ SUCESSORA. PRESCRIÇÃO OCORRENTE.

1. A legitimidade ativa do Ministério Público decorre do art. 1º, I, da Lei 7.913/89, sendo que a questão de fundo afeta o interesse público. Além disso, há de se prestigiar a solução coletiva de litígios de massa, evitando-se, quando possível, a desnecessária propositura de centenas (às vezes, milhares) de ações idênticas, com dispêndio de energia, risco de decisões contraditórias e desnecessária sobrecarga ao já combatido Poder Judiciário.

2. A legitimidade passiva da ré, sucessora, é evidente, ainda que tenha firmado protocolo de cisão com a sucedida, sem que disso resultasse incremento de seu capital social. Caso responsabilizada pelo ato da sucedida, caber-lhe-á, se for o caso, a via regressiva.

3. Todavia, a prescrição deve ser acolhida, pois a pretensão esposada na inicial é claramente de reparação civil, incidindo, portanto, o prazo trienal previsto no art. 206, § 3º, inciso V, do CPC, já decorrido quando do ajuizamento da ação.

4. Prejudicado, assim, o exame do mérito propriamente dito.

⁴⁵ TRF2, AC 2004.51.01.018858-0, Rel. Des. Poul Erik Dyrland, 8ª Turma Especializada, j. em 20.02.2013. ADMINISTRATIVO. TELEFONIA. INFRAÇÃO À ORDEM ECONÔMICA. NÃO CONFIGURAÇÃO. ABSOLVIÇÃO PELA CVM. RECURSO DESPROVIDO.

1. Alega o Ministério Público, em seu apelo, que a existência de irregularidades no conjunto de atos societários que culminou na alienação da Oi Celular para a Telemar, representou dano à confiabilidade do mercado de capitais e prejuízo aos acionistas minoritários da adquirente, na medida que ocorreu transferência parcial de dívida vultosa da alienante (Tele Norte Leste Participações S.A.) para sua controlada Telemar Norte Leste S.A., com a assunção de um passivo maior do que o ativo.

2. Descabida a alegação de que os sócios minoritários tiveram obstado o acesso ao laudo de avaliação da operação. Isto porque, os interessados tiveram vista da documentação pertinente, embora o acesso não fosse irrestrito.

3. Como bem observado pelo *decisum*, inexistente qualquer abusividade ou vício, de per si, no fato dos laudos apresentarem divergências quando comparados, em virtude da diferença de metodologias aplicadas e da pluralidade de variáveis consideradas por cada uma das análises. Nesse diapasão, somente seria plausível a intervenção do judiciário caso comprovada a irregularidade manifesta, o que não ocorreu *in casu*.

4. Na essência, tratando-se de cessão praticamente gratuita de direito de preferência, conforme depreende-se do preço simbólico de R\$ 1,00, não haveria que se falar em preço excessivo, conforme interpretação exarada pela agência reguladora da, descaracterizando ofensa ao disposto no art. 356 da lei societária.

No caso, a ação civil pública foi proposta no intuito de buscar-se a reparação de danos decorrentes de operação de transferência do controle acionário da companhia telefônica.

Segundo alegou o Ministério Público, “por ocasião da transferência do controle acionário da TNL PCS S/A – Oi, até então subsidiária da 1ª ré (Tele Norte Leste Participações S.A), ter sido superestimado o valor da empresa alienada, especialmente no que diz respeito ao patrimônio intangível (licenças operacionais). Segundo o MPF e MPE, tal artifício teria beneficiado a 1ª ré [Tele Norte Leste Participações S.A], em detrimento dos acionistas minoritários da adquirente Telemar Norte Leste S.A., cujo controle acionário igualmente estava nas mãos da alienante. Em outras palavras, alega-se na inicial que a transação, realizada pelo valor simbólico de R\$ 1,00 e sem deliberação da assembleia geral da adquirente, representou, de fato, uma transferência parcial de dívida vultosa da alienante (Tele Norte Leste Participações S.A.) para sua controlada Telemar Norte Leste S.A., o que acarretou o alegado prejuízo dos acionistas.” O Tribunal julgou improcedente a demanda, sustentando que não foi feita prova do prejuízo aos acionistas. Segundo seu entendimento, a transferência gratuita de direito de preferência, não dava ensejo à alegação de preço excessivo sustentada pelo *parquet*.

Como mencionado no capítulo anterior, mais recentemente foi ajuizada ação civil pública contra a Petrobrás, que figurou isoladamente no polo passivo daquela demanda. Com a extinção daquele processo⁴⁶, sem julgamento de mérito, haja vista o reconhecimento da jurisdição arbitral para a solução da lide, não se tem notícia de que a questão tenha sido apreciada pelo Poder Judiciário brasileiro.

Nos Estados Unidos, no entanto, muito embora se busque a responsabilização dos administradores e controladores por meio das *class actions*, em regra a companhia emissora dos títulos também será incluída no polo passivo da demanda. Surge, aí, um paradoxo raciocínio circular já que, ao final, o próprio acionista arcará com seu próprio prejuízo.

Para a compreensão dessa situação, os norte-americanos lançaram mão da teoria do *acionista inocente*⁴⁷, segundo a qual o acionista que não deu causa a demanda acabará contribuindo para o pagamento de sua própria indenização.⁴⁸, o que, em verdade seria uma prova de que a

⁴⁶ Processo nº 1106499-89.2017.8.26.0100, da 6ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo, Capital.

⁴⁷ MITCHELL, Lawrence E., The 'Innocent Shareholder': An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class Actions. GWU Legal Studies Research Paper No. 404; GWU Law School Public Law Research Paper No. 404. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1118471> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1118471>

⁴⁸ Assevera Mitchell que, em verdade, não se pode falar em acionista inocente pois este, como detentor do poder decisório, é também responsável pelas decisões tomadas pela companhia. MITCHELL, Lawrence E., The 'Innocent Shareholder': An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class Actions. GWU Legal Studies Research Paper No. 404; GWU Law School Public Law Research Paper No. 404. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1118471> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1118471>

class action não serve como desincentivo para as más práticas do mercado de valores mobiliários. Isso porque, enquanto administradores estarão protegidos por seguros de responsabilidade, a companhia não só pagará o seguro, como também a indenização dos acionistas.

Sobre a questão, pondera Mitchell que se o acionista, ao final, paga a conta, é porque também é seu papel exercer, de maneira adequada, sua função de membro do poder decisório da companhia, como ocorre quando a companhia causa danos ao meio ambiente ou à concorrência. No entanto, o mesmo raciocínio se torna bastante complexo quando o dano diz respeito ao descumprimento de normas societárias e do mercado de ações⁴⁹. De fato, nesse caso o acionista será chamado a pagar duas vezes pelo prejuízo causado à companhia – uma diretamente, como acionista prejudicado; outra indiretamente, quando a companhia arcar com a indenização fixada na *class action*.

5 O DANO INDENIZÁVEL NA AÇÃO CIVIL PÚBLICA POR DANO AO MERCADO NO BRASIL E NA *SHAREHOLDERS CLASS ACTION* NORTE-AMERICANA

Se no campo procedimental, inúmeras são as diferenças entre os sistemas brasileiro e norte-americano, o tratamento do direito material para a proteção dos interesses coletivos dos investidores não é diverso. Ainda que se possa aproximar as hipóteses de condutas contrárias à disciplina societária e do mercado de capitais lá e aqui, as decisões nas *class actions* deixam claro que a compreensão sobre a noção de dano ao acionista no Brasil e nos Estados Unidos é bastante diversa.

No sistema brasileiro, por força de uma concepção rígida de dano, e da compreensão de que somente são indenizáveis os danos efetivos, não compreendendo qualquer indenização os chamados danos indiretos⁵⁰, a prova da existência do dano ao investidor é bastante difícil. É dizer: para que surja o dever de indenizar, deverá haver prova de que houve dano à coletividade dos *investidores* ou *titulares de valores mobiliários*.

⁴⁹ “In this story, the innocent shareholder might well be regarded as the appropriate indirect source of fines for corporate legal violations, like antitrust or environmental laws, or corporate torts. But when it comes to issues of securities fraud, the question is more complex. No longer is the violation an externality that is internalized by penalty. Rather, damages awarded in securities class action lawsuits ensure that both the violation and the penalty are internalized by the corporation and its shareholders. Thus, it seems that if any circumstance were to call for the protection of the innocent shareholder, the securities-fraud context would be appropriate.” MITCHELL, Lawrence E., *The 'Innocent Shareholder': An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class Actions*. GWU Legal Studies Research Paper No. 404; GWU Law School Public Law Research Paper No. 404. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1118471> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1118471>

⁵⁰ Cf. Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. c/c Art. 403. Ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual.

Na ampla maioria dos casos, no entanto, os danos causados pelas condutas ilícitas dos administradores e controladores resultam em dano à companhia, atingindo apenas indiretamente a esfera de interesse dos acionistas. Para buscar-se o ressarcimento desse dano em favor da companhia, no entanto, não tem, *a priori*, legitimidade o Ministério Público, tampouco uma associação representante de acionistas ou de investidores, muito menos o acionista, individualmente, com exceção dos casos em que preencha os requisitos e quóruns previstos na lei das S.A.⁵¹

Se, portanto, não for possível localizar o interesse coletivo ou individual homogêneo de “*titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado*” a ser tutelado e, sim, interesse da companhia – no ressarcimento do dano desta, por exemplo – não haverá lugar para a ação coletiva. Não haverá, tampouco, lugar para a ação individual do acionista. Nesses casos, somente poderão ser ajuizadas as demandas nas formas dos arts. 246 e 159 da Lei das S.A., pela companhia, ou pelos acionistas legitimados em substituição processual⁵².

Portanto, a lei brasileira de fato impõe ao investidor algumas barreiras difíceis de transpor. A primeira dificuldade reside na definição legal de dano, questão intimamente ligada à legitimação ativa; quando superada a legitimação, na prática, frequentemente será muito difícil ao investidor a prova do dano efetivo em seu desfavor.

No já citado caso da ação proposta pelo Ministério Público contra a Telenorte, que tramitou perante o Tribunal Regional Federal da 2ª Região⁵³, fica clara a dificuldade de identificação desse dano. Conforme se colhe da decisão, a ação esteve fundada na “*irregularidades no conjunto de atos societários que culminou na alienação da Oi Celular para a Telemar, representou dano à confiabilidade do mercado de capitais e prejuízo aos acionistas minoritários da adquirente, na medida que ocorreu transferência parcial de dívida vultosa da alienante (Tele Norte Leste Participações S/A) para sua controlada Telemar Norte Leste S/A com a assunção de passivos maior que ativos.*” A conclusão do Tribunal foi no sentido de que não ficou comprovada a irregularidade da operação, nem o prejuízo aos acionistas, até porque teria “*havido substancial valorização no preço das ações dos acionistas minoritários da Telemar com o decurso do tempo.*”

Com efeito, se o acionista adquiriu ações e segue detendo a sua titularidade, difícil sustentar que teve prejuízo, já que o valor da ação varia de acordo com a cotação de mercado. Se

⁵¹ Art. 159, §§3º e 4º da LSA.

⁵² Na forma do já citado art. 159, §§3º e 4º da LSA.

⁵³ TRF2, ApC 2004.51.01.018858, Rel. Des. Federal Poul Erik Dylund e para os EDes., Maria Helena Cisne, 8ª Turma Especializada. Apeladas Telenorte, Telemar, CVM e União, j. em 2013.

o acionista vendeu as ações em baixa, e consegue comprovar que de fato lhe era necessária a venda, há ainda o obstáculo representado pela necessidade de comprovar que há nexo causal entre a desvalorização da ação e a prática do ilícito pelo administrador ou controlador.

Na prática, considerando-se as variáveis econômicas aplicáveis ao mercado de capitais, é bastante difícil de se atingir a esperada prova do dano efetivo ao mercado. No mínimo há que se fazer a prova de que o comportamento atípico e fora do risco naturalmente suportado por quem investe no mercado de capitais foi atingido. As dificuldades de comprovar o dano e a demora no julgamento dos casos resultam em um sistema pouco efetivo de indenização de danos aos investidores pela via da ação civil pública.⁵⁴

Não é de estranhar, portanto, que, os poucos casos em que de fato os nossos tribunais chegaram à avaliação do mérito das demandas coletivas, demonstram que o instrumental existente não é efetivo. Recentíssima pesquisa⁵⁵, confirmou-se justamente essa impressão: os pesquisadores apontaram que a ação coletiva é pouco utilizada para a proteção dos investidores, identificando apenas 24 ações casos em 30 anos, em sua maioria, morosas (média de duração de 8 anos e 7 meses para julgamento em segundo grau de jurisdição) e apenas em quatro casos houve julgamento favorável aos investidores.

No sistema das *class actions for damages*, com o qual aqui comparamos o brasileiro, para solucionar esse tipo de problema, desenvolveram-se diferentes técnicas para a apuração dos danos sofridos pelos acionistas. Se é certo que muitas vezes tais técnicas se utilizam de acentuada dose de artificialidade, ao mesmo tempo o poder judiciário norte-americano tem uma preocupação mínima no sentido de que os métodos empregados sejam razoáveis e contem com aceitação pública. Nesse sentido, serve como paradigma geral para o estabelecimento de parâmetros de cálculo o entendimento firmado no caso *Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, Inc.*⁵⁶

Em síntese, os parâmetros para a fórmula de cálculo do dano devem ser (i) existir uma teoria ou técnica testada de maneira apropriada e considerada válida; (ii) tal técnica ou teoria deverá ter sido disponibilizada em publicação respeitável ou outra forma reconhecida; (iii) a

⁵⁴ ZACLIS afirmava em 2007 que havia identificado apenas 5 às quais aplicável a Lei 7.913/1989 (ZACLIS, Lionel. *A proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo, RT, 2007, p. 178-183). De fato, o panorama não se alterou muito de lá para cá e, na maioria dos casos analisados, as decisões esbarram nas imprecisões técnicas ou nas preliminares - ilegitimidade ativa e prescrição estão presentes em muitas delas. Quando, todavia, é possível chegar ao julgamento do mérito, a prova da existência do dano passa a ser um problema difícil de se contornar.

⁵⁵ PRADO, Viviane Muller; Mansur, Fernanda Farina; SILVA, Victor Hugo Cunha. A inefetividade dos mecanismos coletivos de proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro. *Revista de Processo*, vol. 306/2020, p. 267 – 293, Ago/2020, DTR\2020\8399, disponível em: <https://revistadostribunais.com.br/maf/app/delivery/document#>

⁵⁶ 509 U.S. 579 (1993).

taxa de erro deverá ser baixa o bastante para que a teoria ou técnica seja aplicável; e (iv) a teoria ou técnica deverá ser aceita de maneira genérica entre os *experts*.⁵⁷

No caso das *shareholders class action for damages*, há algumas alternativas de aproximação ao mercado para a quantificação do dano: pode-se realizar (i) uma estimativa da inflação do preço das ações causadas pela informação fraudulenta; ou (ii) uma estimativa do número de ações lesadas (para o objetivo das ações voltadas às más práticas no mercado acionário, as ações consideradas lesadas serão aquelas cujo preço foi afetado pela conduta ilícita ou fraudulenta, aproximando-se da exigência de que seja feita a prova do prejuízo). O valor da indenização será obtido, assim, por meio da multiplicação da inflação do preço da ação pelo número de ações consideradas lesadas.⁵⁸

Em uma simplificação do sistema mais comum de aferição do valor do dano, basicamente o que os *experts* fazem é o seguinte: (i) identifica-se o período em que ocorreram as ilicitudes, *i.e.*, o chamado *class period*, tornando possível determinar aqueles sujeitos que sofreram os danos e em que medida o sofreram; (ii) a variação do preço da ação verificada no período analisado, até a queda decorrente da descoberta do ilícito ou da informação fraudulenta, é identificada como a inflação do preço da ação; (iii) o número de ações disponíveis no mercado, descontadas as ações de que se têm conhecimento que não foram negociadas no período, é utilizado para definir a flutuação de ações; (iv) o número de ações disponíveis no mercado, descontadas as ações não disponíveis, servirá à definição do volume de vendas do *class period* para o grupo. Ao final, é feita uma estimativa das perdas de acordo com o número de ações multiplicado pela variação do preço tida por ocasionada em função do ilícito praticado.⁵⁹

Também é possível uma terceira aproximação, feita por comparação da variação do preço de ações de companhias que possuem comportamentos semelhantes no mercado. Ou seja: faz-se uma análise do mercado com base em um estudo das companhias de setores semelhantes e que adotam mesmos níveis de governança.⁶⁰

Nesse ponto, a diferença de tratamento nos dois sistemas sob o ponto de vista prático é abissal. A uma, porque o sistema norte-americano é efetivo e há, de fato, inúmeras situações em que as práticas ilícitas dentro de companhias abertas resultaram na condenação a indenizar

⁵⁷ ALLEN, Linda. Meeting Daubert Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation. *Business Law Review*, v. 62, 2006-2007, p. 955.

⁵⁸ ALLEN, Linda. Meeting Daubert Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation. *Business Law Review*, v. 62, 2006-2007, p. 955

⁵⁹ BASSIN, William M. A two trader population share retention model for estimating damages in shareholder class action litigations. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, v. 6, p. 49-83, pp. 49-50.

⁶⁰ HELLAND, Erid. A secondary Market test of the merits of class action securities litigation: evidence from the reputation of corporate directors. *Cori Working Paper* n. 2004-05, Feb. 2004, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=517183>

os investidores lesados ou logram obter acordos para a sua indenização⁶¹. A duas, porque, o sistema mais fluido, originário da *equity*, permitiu aos juízes norte-americanos fazerem juízos mais flexíveis, com base na razoabilidade⁶², o que resulta até mesmo em uma maior "criatividade" na hora de reconhecer o dano e determinar a forma de sua apuração.

6.CONCLUSÕES

Ainda que as *shareholders class actions*, voltadas ao ressarcimento de investidores por danos sofridos em virtude de atos da companhia, de seus controladores ou administradores, encontrem semelhanças na ação civil pública brasileira, há importantes diferenças que as distanciam. O distanciamento perpassa o plano do direito processual, desde a legitimação até à vinculação dos indivíduos da classe, até o direito material e a forma como o sistema brasileiro hoje vê o dano indenizável.

A discussão sobre a adequação dos métodos de quantificação do dano nas *shareholders class actions* está longe de ser um tema pacífico na doutrina e na jurisprudência norte-americanas⁶³. No entanto, é certo que, pelas normas vigentes no Brasil, não há como se fazer uma importação do sistema lá adotado, sob pena de violação das mais comezinhas normas aplicáveis à responsabilidade civil.

Ainda assim, a comparação dos dois sistemas e de sua efetividade acende um alerta de que temos muito o que trabalhar em termos de soluções práticas, seja para viabilizar a proteção efetiva dos acionistas pela via da ação coletiva, seja para criar métodos que possibilitem a identificação do dano e de sua quantificação.

REFERÊNCIAS

ALLEN, Linda. Meeting Daubert Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation. *Business Law Review*, v. 62, 2006-2007, p. 955-969.

⁶¹ Foi o que ocorreu no caso da Petrobras, que firmou acordo no âmbito da Class Action lá movida em face da companhia em 2018, conforme Comunicado ao Mercado datado de 03/01/2018.

⁶² Sobre as origens da class action na equity cf. ZACLIS, Lionel. A proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. São Paulo, RT, 2007, p. 48.

⁶³ Cf., nesse sentido, DUNBAR, Frederick; SEM, Arun. Counterfactual Keys to causation and damages in shareholders class-action lawsuits. *Wisconsin law review*, 2009, p. 199-242.

ARONSON, Seth; TOMKINS, Sharon L.; HASSI, Ted; ESCOBAR, Andrew R. Shareholder derivative actions: From cradle to grave, 1620 P.L.I./CORP 259, 263 (2007).

BASSIN, William M. A two trader population share retention model for estimating damages in shareholder class action litigations. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, v. 6, p. 49-83, pp. 49-50.

BLOCK, D.; LERACH, W (org.). *Class and derivative litigation in the 1990's – The new battleground*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall Law & Business, 1992.

BUENO, Cassio Scarpinella. As class actions norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta. *Revista de Processo*, v. 82, 1996, p. 92-151, disponível em: <http://www.revistadoatribunais.com.br/>

CHIAPPINI, Vincent M. How american are american depository receipts? ADRs Rule 10B-5 Suits, and *Morrison v. National Australia Bank*, 52 B.C.L. Ver. 1795 (2011), disponível em: <http://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol52/iss5/5>.

DINAMARCO, Cândido Rangel. *Processo Civil Empresarial*. 2.ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. Vol. I e III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais*. Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

GRINOVER, Ada Pellegrini. O novo processo do consumidor. *Revista de Processo*, v. 66, abr-jun. 1991.

GRINOVER, Ada Pellegrini. *O processo em evolução*. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

GRINOVER, Ada Pellegrini. *Código brasileiro de defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto*. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

HELLAND, Erid. A secondary Market test of the merits of class action securities litigation: evidence from the reputation of corporate directors. Cori Working Paper n. 2004-05, Feb. 2004, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=517183>

KINNEY, Thomas P. Stockholder derivative suits: Demand and Futility where the board fails to stop wrongdoers, 78 Marq. L. Ver. 172 (1994), disponível em: <http://scholarship.law.marquette.edu/mulr/vol78/iss1/7>.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LEONEL, Ricardo de Barros. Manual do processo coletivo. São Paulo: RT, 2002.

MANCUSO, Rodolfo Camargo. Ação civil pública para a tutela dos interesses dos titulares de valores mobiliários e investidores do mercado – Uma análise da Lei 7.913, de 07.12.1989. Revista dos Tribunais, v. 650, pp. 31-39, disponível em <http://www.revistadotribunais.com.br/>

MEIRELLES, Hely Lopes. Ação Civil Pública - Mandado de Segurança. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 194.

MITCHELL, Lawrence E., The 'Innocent Shareholder': An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class Actions. GWU Legal Studies Research Paper No. 404; GWU Law School Public Law Research Paper No. 404. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1118471> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1118471>

NERY JR, Nelson. ABRAC: Requisitos legais para associação adquirir legitimidade ativa ad causam para Propositura da ação coletiva. Soluções Práticas de Direito, v. 5, set. 2014, p. 659 – 735, DTR\2014\17357, disponível em <http://www.revistadotribunais.com.br/>

OQUENDO, Angel R. Six degrees of separation: from derivative Suits to shareholder class actions. 48 Wake Forest Law Review, v. 48, 2013, pp. 643- 672, p. 659, disponível em: <http://heinonline.org>

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

PRADO, Viviane Muller; Mansur, Fernanda Farina; SILVA, Victor Hugo Cunha. A inefetividade dos mecanismos coletivos de proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro. *Revista de Processo*, vol. 306/2020, p. 267 – 293, Ago/2020, DTR\2020\8399, disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/delivery/document#>

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. II. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela jurisdicional do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, a. 29, v.80, out.-dez. 1990, pp. 138-148, disponível em: <http://www.revistadoatribunais.com.br/>

ZACLIS, Lionel. *A Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, 2007.

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*, v. 233, jul. 2014, p. 151 – 211, disponível em: <http://www.revistadoatribunais.com.br/>

