

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Bruno Miranda Gontijo

RESPONSABILIZAÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS POR
DANOS AOS INVESTIDORES
As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos

Belo Horizonte

2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Bruno Miranda Gontijo

RESPONSABILIZAÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS POR
DANOS AOS INVESTIDORES
As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na linha de pesquisa “Poder, cidadania e desenvolvimento no Estado democrático de Direito”, na área de estudo “Empresa no Mercado”, sob a orientação do Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni e coorientação do Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres.

Belo Horizonte

2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Bruno Miranda Gontijo

RESPONSABILIZAÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS POR
DANOS AOS INVESTIDORES
As possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Leonardo Parentoni (orientador)

Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres (coorientador)

Prof. Dr. Christian Sahb Batista Lopes

Prof^a. Dr^a. Viviane Müller Prado

Belo Horizonte

2019

*Aos meus pais que, tolo, acabei por abandoná-los
remando no porão do navio ao querer ver o céu,
mas que me permitiram a experiência fantástica
de aprender assistindo às estrelas.*

AGRADECIMENTOS

Já dizia o jagunço Riobaldo, em “Grande Sertão: Veredas”, de Guimarães Rosa: *“Eu quase que nada não sei. Mas desconfio de muita coisa”*. Ao longo do desenvolvimento dessa pesquisa, vários foram aqueles que contribuíram para as minhas próprias desconfianças, e são a esses que encarecidamente aqui eu agradeço.

Minha sincera gratidão aos meus pais, principal motivo e única razão de quaisquer das minhas conquistas, pelo qual sem seu apoio incondicional nada teria sido possível. Tamanho é o seu amor ao abdicaram de seus próprios sonhos para tornarem os meus possíveis que nenhum sacrifício poderia recompensá-los. Não há qualquer estudo ou título que consiga me aproximar de sua enorme bondade e sensibilidade. A vocês minha inteira admiração!

Especial agradecimento aos meus orientadores, os Professores Leonardo Parentoni e Marcelo Andrade Féres, pela oportunidade e confiança ao longo de todo esse tempo de convivência, e igualmente à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, onde tive a chance de me dedicar às atividades acadêmicas. Espero ter conseguido retribuir, de alguma forma e ainda que de maneira limitada, a acolhida desde a Graduação até o fim desse ciclo do Mestrado.

Sou ainda imensamente grato à Professora Viviane Muller Prado, pelas discussões ao longo da elaboração dessa pesquisa e observações feitas durante o exame de qualificação, suas ponderações foram fundamentais para o desenvolvimento do trabalho. Cada uma das sugestões contribuiu de forma inestimável e determinante na melhor delimitação da pesquisa e foco no seu objeto principal.

Agradeço e também parablenizo à ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, pela iniciativa e pelo suporte financeiro concedido a essa pesquisa por meio do XIV Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais, como reconhecimento de sua contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

À equipe da Benzecry & Pitta Advocacia Especializada, meu agradecimento pela convivência e os bons momentos compartilhados, principalmente pela compreensão durante minha dedicação acadêmica e por terem ainda acreditado na capacidade dessa pesquisa. Todos os conselhos e sugestões foram essenciais para a superação dos desafios.

Por fim, a todos aqueles que enxergaram em mim mais do que eu acreditava ser capaz, minha eterna gratidão e meu muito obrigado!

RESUMO

Esta dissertação propôs-se a analisar as possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos da responsabilização das companhias abertas por falhas informacionais no mercado de capitais, exclusivamente no âmbito do mercado secundário, abrangendo a sua potencial responsabilidade na reparação dos danos causados aos seus investidores. Para tanto, refletiu-se sobre a experiência dos Estados Unidos da América por meio da *Fraud-On-The-Market Theory* e as ponderações doutrinárias a seu respeito, tendo por referência os resultados práticos já identificados de sua aplicação, bem como as considerações já enfrentadas sobre a responsabilização das companhias na Comunidade Europeia, em razão da maior semelhança do seu mercado de capitais com o brasileiro, especialmente no que se refere à presença de um acionista ou grupo controlador. Portanto, o estudo trouxe para a realidade brasileira algumas ponderações críticas à responsabilização das companhias, decorrente da inobservância da obrigação de divulgação de informações, por prejuízos causados aos seus investidores, tendo como parâmetro as experiências estrangeiras nesse sentido e as análises da doutrina nacional e internacional desse aspecto. A pesquisa centra-se nos efeitos contra intuitivos da referida responsabilização, contribuindo para o entendimento a respeito dos custos e benefícios que deveriam anteceder o ajuizamento de demandas nesse sentido, não se atendo às questões processuais ou ao cabimento das ações de responsabilidade civil, mas sim tendo como referência a literatura de *Law and Economics* para a construção de uma análise *ex ante*.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Responsabilização de companhias abertas; Efeitos contra intuitivos.

ABSTRACT

This research aimed to analyze the possible consequences and the occasional counter-intuitive effects of the civil liability of publicly companies for informational failures in the capital market, exclusively within the secondary market, and including its potential responsibility in repairing the damages caused to its investors. For that purpose, it was considered the experience of the United States of America through the Fraud-On-The-Market Theory and the doctrinal ponderations regarding it, having as reference the already identified practical results of its application, as well as the considerations already faced on the liability of companies in the European Community, due to the greater similarity of its capital markets with the Brazilian market, and in especially regarding the presence of a controlling shareholder or a group of controlling shareholders. Therefore, the study brought to the Brazilian reality some critical considerations about the companies' liability, due to the failure to comply with the obligation to disclose information, for losses caused to its investors, having as a parameter the foreign experiences in this sense and the analyzes of national and international doctrine of this aspect. The research focuses on the counterintuitive effects of the aforementioned liability, contributing to the understanding of the costs and benefits that should precede the filing of lawsuits in this sense, not taking into account procedural issues or civil liability actions, but rather having as reference the Law and Economics literature for the construction of an ex ante analysis.

Keywords: Capital Market; Liability of public companies; Counter-intuitive effects.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Cotação histórica PETR3	12
GRÁFICO 2 – Cotação histórica PETR4	12
GRÁFICO 3 – Cotação histórica JBSS3	14
GRÁFICO 4 – Ajuizamentos de <i>class actions</i> envolvendo valores mobiliários, 1996 - 2018	29
GRÁFICO 5 – Cotação histórica HAL.....	38
GRÁFICO 6 – Cotação histórica PARAF.....	49
GRÁFICO 7 – Emissão de títulos de dívida por companhias italianas por ano, 1993 - 2004	.52
GRÁFICO 8 – Valor médio dos acordos nas <i>class actions</i> envolvendo valores mobiliários ..	56
GRÁFICO 9 – Perdas agregadas dos investidores definidas pela <i>NERA</i>	57
GRÁFICO 10 – Mediana entre o valor médio dos acordos nas <i>class actions</i> envolvendo valores mobiliários e a porcentagem de perdas agregadas dos investidores definidas pela <i>NERA</i>	58
GRÁFICO 11 – Honorários e despesas dos advogados dos reclamantes agregados por tamanho dos acordos (em milhões de dólares).....	59
GRÁFICO 12 – <i>Class actions</i> envolvendo valores mobiliários nos Estados Unidos da América segregadas por assunto	62
GRÁFICO 13 – Tipos de deturpações alegadas nas <i>class actions</i> envolvendo valores mobiliários por violações regulatórias	63
GRÁFICO 14 – Quantidade de companhias listadas nas bolsas de valores estadunidense comparativamente ao ajuizamento de <i>class actions</i> envolvendo valores mobiliários no país	.64
GRÁFICO 15 – Mediana das taxas judiciais e honorários dos advogados dos requerentes das <i>class actions</i> envolvendo valores mobiliários comparativamente ao tamanho do acordo	72

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Porcentagem de <i>class actions</i> envolvendo valores mobiliários que incluem diretores ou comitês específicos, 2013-2017.....	83
TABELA 2 – Pagamentos de acordos nas <i>class actions</i> envolvendo valores mobiliários por membros da administração das companhias demandadas, 1980-2005.....	91

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO E DELIMITAÇÃO DO TEMA	11
1. O ATUAL CENÁRIO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	17
2. A EXPERIÊNCIA ESTADUNIDENSE: A <i>Fraud-On-The-Market Theory</i>	24
2.1. O contexto histórico da <i>Fraud-On-The-Market Theory</i>	24
2.2. A perspectiva clássica - <i>Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)</i>	30
2.3. A doutrina contemporânea - <i>Halliburton Co. v. Erica John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014)</i>	37
3. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE O HISTÓRICO DO MERCADO EUROPEU: O caso Parmalat.....	46
4. A RESPONSABILIZAÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS POR FALHAS INFORMACIONAIS NO MERCADO SECUNDÁRIO	55
4.1. Os objetivos e racionais envolvidos.....	55
a. O objetivo compensatório	55
b. O racional dissuasório	60
4.2. Prováveis externalidades.....	65
a. Assunção dos custos judiciais e da condenação	65
b. Ausência de benefício direto para a companhia.....	69
c. Baixo grau de reparação aos investidores prejudicados.....	71
d. Repercussão negativa no mercado	75
e. Manipulação de mercado	79
4.3. Aspectos inibidores à condenação das próprias companhias.....	82
a. Custos de Agência.....	82
b. Impunidade e desproporção no rateio da condenação	85
c. Seguros D&O.....	89
CONCLUSÕES	94
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	97

INTRODUÇÃO E DELIMITAÇÃO DO TEMA

Muito se tem visto sobre as atuais investigações policiais a respeito de fraudes cometidas por grandes companhias brasileiras no âmbito de suas atividades empresárias, buscando auferir maiores retornos financeiros de forma escusa. Desde o início da “Operação Lava Jato” pela Polícia Federal¹, em 2014, a principal instituição investigada, a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, sociedade de economia mista controlada pelo governo federal brasileiro, vem apresentando consecutivos prejuízos.

As demonstrações contábeis da companhia apresentaram perdas recordes de R\$ 21,6 bilhões em 2014², R\$ 34,8 bilhões em 2015³, R\$ 14,824 bilhões em 2016⁴ e R\$ 446 milhões em 2017⁵, conforme informou a estatal por meio do seu portal de relação com investidores. Os papéis da estatal sofreram enorme desvalorização, atingindo, em janeiro de 2016, o valor de R\$ R\$ 4,41, uma queda de aproximadamente 91,60% quando comparado a maio de 2008, momento em que atingiu sua maior cotação, de R\$ 52,51.

Os gráficos abaixo demonstram as cotações consolidadas das ações PETR3 e PETR4 negociados na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão desde 2000⁶:

¹ Para maiores informações, vide: BRASIL. Ministério Público Federal. *Caso Lava Jato*. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/para-o-cidadao/caso-lava-jato>>. Acesso em 09 set. 2018.

² PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Divulgamos nossas demonstrações contábeis auditadas*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgamos-nossas-demonstracoes-contabeis-auditadas.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

³ _____. *Divulgação de resultados do exercício de 2015*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgacao-de-resultados-do-exercicio-de-2015.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

⁴ _____. *Confira nosso resultado financeiro de 2016*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/confira-o-nosso-resultado-financeiro-de-2016.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

⁵ _____. *Obtivemos melhores resultados em 2017*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/petrobras-melhora-resultado-em-2017.htm>>. Acesso em 07 set. 2018.

⁶ A Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras é uma companhia listada em bolsa de valores desde 1968, apesar de seu cadastro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) constar como data de registro o ano de 1977, visto que a companhia fez sua abertura de capital antes mesmo da existência da CVM. Contudo, o gráfico da cotação de ações disponível na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão apresenta apenas as cotações a partir de 2000. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras. *Formulário de Referência – 2018*. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSeqencialDocumento=76855>>. Acesso em 07 set. 2018.)

GRÁFICO 1 – Cotação histórica PETR3⁷



Fonte: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

GRÁFICO 2 – Cotação histórica PETR4⁸



Fonte: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

Em certas oportunidades, a própria companhia chegou a atribuir os resultados negativos, principalmente, à desvalorização de ativos (*impairment*) e à baixa decorrente de pagamentos indevidos identificados no âmbito da Operação Lava Jato⁹. Já em 2018, o prejuízo foi resultante de acordo firmado no contexto de ação judicial proposta contra a Petrobras perante a justiça dos Estados Unidos da América¹⁰.

⁷ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. *Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS. PETR3*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=PETR3>. Acesso em 13 jan. 2019.

⁸ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. *Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS. PETR4*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=PETR4>. Acesso em 13 jan. 2019.

⁹ “Apresentamos prejuízo de R\$ 21,6 bilhões em 2014, em função, principalmente, da perda por desvalorização de ativos (*impairment*), de R\$ 44,6 bilhões; e da baixa decorrente de pagamentos indevidos identificados no âmbito da Operação Lava Jato, de R\$ 6,2 bilhões.” (PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Divulgamos nossas demonstrações contábeis auditadas*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgamos-nossas-demonstracoes-contabeis-auditadas.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.)

¹⁰ “Teríamos alcançado um lucro líquido de R\$ 7,089 bilhões, mas despesas extraordinárias, especialmente o acordo de R\$ 11,198 bilhões para encerramento da ação coletiva de investidores nos Estados Unidos (class

No mesmo sentido, a Odebrecht S.A., empreiteira também investigada na referida operação, apresentou resultado líquido negativo em 2015 de R\$ 298 milhões em comparação ao lucro líquido de R\$ 494 milhões em 2014¹¹. Já no exercício de 2016, após a companhia ter tido dificuldades de publicar seus balanços, possivelmente em razão do trabalho das auditorias independentes¹², a receita bruta caiu de R\$ 131,9 bilhões em 2015 para R\$ 89,7 bilhões, o que representou redução de 32,3% em relação a 2015¹³.

Além das referidas perdas e da venda de diversos ativos, a Odebrecht S.A. e a Braskem S.A., sociedade pertencente ao seu grupo econômico, pagarão, em razão dos ilícitos praticados, multa de mais de R\$ 6,7 bilhões, decorrente de um acordo de leniência global, firmado em dezembro de 2016, cujo valor será rateado entre os governos brasileiros, norte-americano e suíço¹⁴. Desse valor, R\$ 2,72 bilhões serão destinados ao Brasil e serão pagos ao longo dos próximos 22 anos, pelo qual, levando-se em conta a incidência de juros no período dos pagamentos, o valor será superior a R\$ 6,8 bilhões¹⁵.

Esta última multa figuraria, então, como a de maior valor entre os acordos firmados com autoridades governamentais brasileiras referentes à corrupção, sendo, contudo, superada em razão do acordo de leniência celebrado também pelo Ministério Público Federal com a J&F Investimentos S.A., controladora da companhia JBS S.A., em junho de 2017, igualmente no contexto da “Operação Lava Jato”. A companhia pagará R\$ 10,3 bilhões em multa após a composição com a autoridade pública no âmbito da delação do controlador da companhia, o Sr. Joesley Batista¹⁶.

*action) e a adesão a programas de regularização de débitos federais, que somaram R\$ 10,433 bilhões, tiveram impacto significativo no resultado.” (PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Obtivemos melhores resultados em 2017*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/petrobras-melhora-resultado-em-2017.htm>>. Acesso em 07 set. 2018.)*

¹¹ ODEBRECHT S.A.. *Relatório Anual 2015/2016*. Disponível em: <http://www.odebrecht.com/sites/default/files/ra_odebrecht_2016.pdf>. Acesso em 12 jul. 2017.

¹² G1. *Grupo Odebrecht atrasa publicação do balanço de 2016*. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/grupo-odebrecht-atrasa-publicacao-do-balanco-de-2016.ghtml>>. Acesso em 12 jul. 2017.

¹³ ODEBRECHT S.A.. *Relatório Anual 2016/2017*. Disponível em: <https://www.odebrecht.com/sites/default/files/relatorio_anual_2017.pdf>. Acesso em 13 fev. 2018.

¹⁴ BRASIL. Ministério Público Federal. Procuradoria da República do Paraná. *MPF firma acordos de leniência com Odebrecht e Braskem*. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/pr/sala-de-imprensa/noticias-pr/mpf-firma-acordos-de-leniencia-com-odebrecht-e-braskem>>. Acesso em 09 set. 2018.

¹⁵ BRASIL. Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União. *Acordo de leniência com a Odebrecht prevê ressarcimento de 2,7 bilhões*. Disponível em: <<http://www.cgu.gov.br/noticias/2018/07/acordo-de-leniencia-com-a-odebrecht-preve-ressarcimento-de-2-7-bilhoes>>. Acesso em 09 set. 2018.

¹⁶ BRASIL. Ministério Público Federal. *Acordo de Leniência*. Colaboradora: J&F Investimentos S.A.. Brasília: 5 jun. 2017. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/acordo-leniencia>>. Acesso em 09 set. 2018.

GRÁFICO 3 – Cotação histórica JBSS3¹⁷



Fonte: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

As referidas saídas de caixa de todas essas companhias representam perda de valor dos investimentos realizados por seus acionistas, que, em última instância, são aqueles que verdadeiramente sofrerão o prejuízo. Da mesma forma, a vinda à tona destes escândalos tende a comprometer o valor da cotação das ações dessas companhias quando negociadas em bolsa de valores, ainda que o nexos causal referente à perda pelos investidores seja controverso e de maior complexidade para ser comprovado.

Por esse motivo, tem havido um intenso debate a respeito das possibilidades jurídicas referentes à compensação de prejuízos aos investidores no ordenamento brasileiro, especialmente por meio da responsabilização das próprias companhias abertas por falhas informacionais, mesmo que no âmbito do mercado secundário¹⁸. As alegações vêm centrando-

¹⁷ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. *JBS S.A.* Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=JBSS3>. Acesso em 13 jan. 2019.

¹⁸ Nesse sentido, exemplificativamente: (i) BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Arts. 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015; (ii) CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo. *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018; (iii) EIZIRIK, Nelson. A “Fraud-On-The-Market Theory” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017; (iv) GORGA, Érica. Is the U.S. Law Enforcement Stronger than that of a Developing Country? The Case of Securities Fraud by Brazilian Corporations and Lessons for the Private and Public Enforcement Debate. *Yale Law & Economics Research Paper*, nº. 520. Out. 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2560565>>. Acesso em 25 jan. 2018; (v) GORGA, Érica. The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The case of brazilian corporations and the “Double Circularity” problem in transnational securities litigation. *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 16.1. Jan. 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2522580>>. Acesso em 19 out. 2017; (vi) LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 50. jul./set. 2016. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016; (vii) PRADO, Viviane Müller. *Não Custa Nada Mentir: desafios para o ressarcimento de investidores*. Working Paper, set. 2016. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em 11 jan. 2018; (viii) WALD, Arnaldo. Considerações sobre a

se em supostos descumprimentos ao extenso regime informacional a que estão sujeitos os emissores de valores mobiliários, visto que a inobservância do dever de informação por parte das companhias pode resultar na aquisição de ações sobrevalorizadas ou na alienação de ações por preços depreciados artificialmente pelos seus acionistas.

Portanto, a omissão pelos emissores de valores mobiliários na divulgação de informações ou a divulgação de informações não fidedignas podem ocasionar danos diretos aos seus investidores. Considerando essa incipiente experiência brasileira e o que vem sendo discutido sobre a viabilidade de responsabilização das companhias na legislação nacional, outras fontes jurisdicionais se mostram importantes para a compreensão do quão apropriado podem ser as opções de outros países a esse respeito e quais os resultados e consequências que produziram no contexto em que estão inseridos.

Este estudo pretende analisar as possíveis consequências e os eventuais efeitos contra intuitivos da responsabilização das companhias abertas, na realidade brasileira, em decorrência de falhas informacionais no âmbito do mercado secundário. Para tanto, pretende-se refletir sobre a experiência dos Estados Unidos da América por meio da *Fraud-On-The-Market Theory*, bem como as considerações já formuladas a respeito na Comunidade Europeia diante da presença de um acionista ou grupo controlador em suas companhias.

A referida análise irá se limitar à revisão da literatura estrangeira a respeito da responsabilização de companhias abertas por falhas informacionais, com enfoque na imputação de responsabilidade dentro da estrutura de capital de propriedade concentrada ainda muito presente no mercado brasileiro¹⁹. Não se pretende, portanto, tratar sobre os mecanismos de reparação ou os pressupostos processuais para tanto, restringindo a pesquisa aos efeitos de possíveis sanções aos emissores de valores mobiliários pelos danos causados aos seus investidores sob o enfoque das consequências de seus resultados.

Dessa forma, este trabalho estrutura-se iniciando com um breve panorama sobre o atual cenário do mercado de capitais no Brasil, notadamente com a preponderância das atuais tentativas de ressarcimento dos prejuízos dos investidores brasileiros frente às perdas de valor das companhias, especialmente em razão da omissão ou distorção de informações que vieram

responsabilidade das companhias abertas no direito brasileiro. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, nov. 2016. São Paulo: Almedina, 2016.

¹⁹ “*Tente enxergar o que é útil para o seu próprio continente e para o seu país. Essa é a essência do Direito Comparado: aprender com os erros e boas experiências alheias.*” (PRADO, Viviane Muller; ANDRADE, Rafael de Almeida Rosa; MATION, Gisela; WINGE, Jéssica; VASCONCELOS, Luiza. Uma Conversa sobre Direito Societário Comparado com o Professor Klaus Hopt. *Cadernos Direito GV*. v. 6, n.º 2, mar. 2009. São Paulo: Direito GV, 2009. p. 10. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2829>>. Acesso em 11 jan. 2018.)

a ser demonstradas nas investigações relacionadas ao envolvimento dessas companhias na prática de atos de corrupção. Posteriormente, o estudo irá se focar no histórico estadunidense, que já vivenciou as críticas à responsabilização das companhias abertas no âmbito da *Fraud-On-The-Market Theory*, mas que ainda assim apresenta um elevado nível de litigância a esse respeito.

A partir de então, pretende-se traçar um breve contraponto com a experiência da Comunidade Europeia, também no contexto da prática de ilícitos por companhias abertas, mas tendo como referência a semelhança da concentração acionária do seu mercado de capitais com o brasileiro. Por fim, a pesquisa irá apontar as possíveis consequências e alguns eventuais efeitos contra intuitivos da responsabilização direta das companhias abertas pelos prejuízos aos seus investidores no âmbito do mercado secundário, encerrando-se com as conclusões deste estudo.

1. O ATUAL CENÁRIO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Em razão de diversas operações policiais que vêm revelando a prática de atos de corrupção por companhias brasileiras pertencentes a grandes grupos econômicos²⁰, várias têm sido as demandas judiciais ou arbitrais de investidores buscando a reparação de potenciais prejuízos decorrentes de perdas atreladas à oscilação negativa da cotação das ações negociadas em bolsa de valores. Os argumentos apresentados pelos autores concentram-se basicamente no fato de as companhias terem emitido declarações falsas e enganosas aos investidores ou terem deixado de divulgar informações relevantes a respeito das situações nas quais estavam envolvidas.

Portanto, considerando-se a captação de recursos de poupança popular pelos emissores de valores mobiliários, a inobservância, pelas companhias abertas, das obrigações informacionais às quais estão sujeitas compromete a tomada de decisão consciente dos investidores, limitando sua capacidade de avaliar devidamente a melhor estratégia de alocação de seus recursos. Essa falha no dever de informar contraria expressamente o intuito da regulamentação vigente no mercado de capitais²¹, que busca, ao fomentar o desenvolvimento econômico da iniciativa privada, também tutelar o interesse coletivo dos investidores²².

²⁰ Exemplificativamente, além da “Operação Lava Jato” já abordada, a Polícia Federal também deflagrou, em 2015, a “Operação Zelotes”, que investiga atos de corrupção praticados no âmbito do Conselho de Administração de Recursos Fiscais (CARF), órgão vinculado ao Ministério da Fazenda, sendo investigadas instituições como os bancos Bradesco, Safra e Santander, a siderúrgica Gerdau, as automobilísticas Ford e Mitsubishi, a construtora Camargo Correa, a petrolífera Petrobras, o grupo alimentício BR Foods, dentre outras. Vide: BBC. *Zelotes: entenda a outra operação que está mexendo com as grandes empresas*. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-36415051>>. Acesso em 07 set. 2018.

²¹ Nesse sentido a Exposição de Motivos nº 197, de 02 de agosto de 1976, do Ministério da Fazenda, que apresentou o projeto da Lei nº 6.385/1976: “2. O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas. 3. O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal - a Comissão de Valores Mobiliários - com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas. 4. A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito.” (BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº. 197, de 02 de agosto de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>>. Acesso em 07 set. 2018.)

²² “A par de dispositivos contratuais que distinguem o seu regime, a lei estabelece uma série de controles estatais sobre a organização e funcionamento da companhia aberta, em face de seu interesse nitidamente institucional. Essa ingerência do Poder Público sobre as companhias abertas funda-se no princípio da tutela do interesse coletivo representado pelo investimento da poupança privada nos valores mobiliários emitidos por aquelas. Desde que se volte, sob quaisquer formas, ao público investidor para a obtenção de recursos de financiamento, deve a companhia submeter-se a uma permanente disciplina normativa por parte do Estado. Esse regime de tutela inspira-se no pressuposto geral de proteção da poupança privada alocada em operações e em investimentos de

Para tanto, além da publicação dos aspectos relacionados às informações econômico-financeiras, à administração ou ao exercício de direitos nas sociedades anônimas previstos na Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações)²³, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com base nas competências a ela atribuídas pela Lei nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários), definiu ainda a obrigatoriedade das companhias abertas divulgarem decisões, deliberações, atos ou fatos que possam influenciar de modo substancial na cotação das ações ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou exercer quaisquer direitos inerentes às referidas ações²⁴.

Nesse sentido, existindo falha informacional, é possível que haja a responsabilização civil, administrativa e penal dos agentes a quem competia a respectiva divulgação. Considerando o escopo desta pesquisa, na qual a violação a que se pretende observar diz respeito às falhas na divulgação de atos e fatos relevantes que causam danos a terceiros, não será analisada eventual sanção administrativa ou penal, mas tão somente a obrigação de indenizar os investidores pelos prejuízos decorrentes da inobservância do dever de divulgação de informações.

Logo, eventual propositura de ação de responsabilidade civil por falhas informacionais no mercado de capitais deve, de acordo com as exigências da legislação brasileira, atender a determinados pressupostos presentes na Lei nº 10.406/2002 (Código Civil)²⁵, quais sejam: a presença do ato ilícito; da culpa; do dano; e do nexo causal²⁶. Estando comprovadas essas hipóteses, o autor do dano fica obrigado a repará-lo.

terceiros ou administrados por estes.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 4ª ed. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 49.)

²³ A respeito do regime informacional exigido pela legislação brasileira, vide: PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

²⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

²⁵ Adotando-se como pressuposto a responsabilidade subjetiva, portanto, tendo como premissa que a atividade desenvolvida pelas companhias abertas não representa, por si só, risco para os direitos de outrem, nos termos do parágrafo único do artigo 927 do Código Civil, bem como de que a relação jurídica existente entre os investidores e a companhia ou outros eventuais agentes não se configura relação contratual ou consumerista. Logo, entende-se que, existindo falha informacional que acarrete em dano aos investidores, haverá responsabilidade civil subjetiva, e não objetiva.

Para tanto: “*Tendo em vista essa diversidade de orientações e a especificidade da regulação do mercado de capitais, esta se revela lex specialis que afasta a incidência da legislação consumerista. A responsabilidade civil do emissor, portanto, é subjetiva e requer demonstração de culpa.*” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Arts. 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 418.)

²⁶ Nos termos do Código Civil: “*Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.*” e, ainda, “*Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.*” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Brasília: 10 jan. 2002.)

Contudo, ainda que não represente uma impossibilidade de concessão de tutela jurisdicional²⁷, não se encontra prevista na Lei das Sociedades por Ações eventual ação típica a ser proposta pelos investidores diretamente contra a companhia por eventuais prejuízos decorrentes de inobservância ao dever de informar. As demandas efetivamente positivadas na lei societária dizem respeito tão somente à propositura de ação contra os administradores ou em desfavor do acionista controlador.

Havendo então algum dano à companhia pela falha informacional, a propositura de eventual ação de responsabilidade civil contra os administradores das sociedades anônimas precisaria ser movida pela própria companhia, mediante deliberação assemblear (ação social *ut universi*), ou proposta por acionistas detentores de, no mínimo, 5% do capital social da companhia²⁸, independente se votantes ou não²⁹ (ação social *ut singuli*)³⁰.

Por sua vez, caso o próprio investidor tenha sofrido diretamente algum prejuízo, a legislação societária cuidou de garantir ao acionista o direito individual de pleitear seus direitos, vedando ao estatuto ou à assembleia geral da companhia o seu cerceamento³¹. Por esse motivo, o investidor poderá, inclusive, reivindicar a reparação particular dos danos por ele suportados

²⁷ A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 dispõe expressamente sobre o direito constitucional de acesso à justiça, a saber: “Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...) XXXV - a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito;” (BRASIL. Senado Federal. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Brasília: 05 out. 1988.)

²⁸ O legislador brasileiro atribuiu à CVM a competência para, nas companhias abertas, reduzir o percentual de participação societária exigido para a propositura da referida ação social de responsabilização mediante fixação de escala em função do valor do capital social, contudo, a referida disposição é criticável, considerando que o valor do capital social não representa relação direta com o quórum exigido na legislação para ingresso com a referida demanda judicial, podendo ocorrer de em companhias com capital social elevado a concentração acionária ser expressiva, enquanto que em outras, de capital social reduzido, haver grande quantidade de acionistas com significativa participação societária.

A saber: “Art. 291. A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, estabelecida no art. 105; na alínea c do parágrafo único do art. 123; no caput do art. 141; no § 1º do art. 157; no § 4º do art. 159; no § 2º do art. 161; no § 6º do art. 163; na alínea a do § 1º do art. 246; e no art. 277.” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília: 15 dez. 1976.)

²⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 745.739/RJ*, da 3ª Turma, rel. Min. Massami Uyeda, j. em 28.08.2012.

³⁰ “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia-geral extraordinária. (...) § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília: 15 dez. 1976.)

³¹ “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) § 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral. (...)” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília: 15 dez. 1976.)

em razão de atos praticados pelos administradores³², sendo cabível ingressar no Poder Judiciário independentemente da busca de ressarcimento pela própria companhia³³.

De maneira diversa tem acontecido com os investidores estrangeiros. Certos investidores que haviam adquirido *American Depositary Receipts* (ADR) de companhias brasileiras, ou seja, certificados de ações negociados em bolsa de valores estadunidense, bem como alguns outros que negociaram títulos da dívida dessas companhias, decidiram ingressar perante o Poder Judiciário dos Estados Unidos buscando a reparação de seus prejuízos.

As demandas foram propostas por meio de ações individuais de reparação ou via ações coletivas (*class actions*), tendo esta última modalidade especial relevância em razão dos valores envolvidos, ao concentrar uma significativa quantidade de investidores em um mesmo processo. Em 2018, ao menos 06 companhias brasileiras já haviam sido acionadas por meio de *class action* perante o Poder Judiciário estadunidense, sob a alegação de falhas informacionais reveladas nas investigações policiais atualmente em curso no Brasil: (i) Banco Bradesco S.A.³⁴; (ii) Braskem S.A.³⁵; (iii) Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras³⁶; (iv) Gerdau S.A.³⁷; (v) Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras³⁸; e (vi) Vale S.A.³⁹.

Dentre elas, a demanda referente à Petrobras resultou em uma propositura de acordo, pela própria companhia, no valor de US\$ 2,95 bilhões, a fim de encerrar a *class action* e todas as demandas até então em curso que poderiam vir a ser propostas por investidores em ações e bônus da companhia perante o judiciário estadunidense⁴⁰. A referida composição figura como sendo o 5º maior acordo em valor absoluto pago a investidores prejudicados já firmado

³² BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 1.214.497/RJ*, 4ª Turma, rel. Min. João Otávio de Noronha, j. em 23.09.2014.

³³ “Art. 159. *Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...) § 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.*” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília: 15 dez. 1976.)

³⁴ UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Case nº 16-CV-04155*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1058/BBS00_01/201663_f01c_16CV04155.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

³⁵ _____. *Case nº 15-CV-05132*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1056/BS00_01/2015116_r01c_15CV05132.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

³⁶ _____. *Case nº 15-CV-05754*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1056/CEBSE00_01/2015128_r01c_15CV05754.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

³⁷ _____. *Case nº 16-CV-03925*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1058/GS00_01/20161031_r01c_16CV03925.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

³⁸ _____. *Case nº 14-CV-09662*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1053/PBSP00_01/20151130_r01c_14CV09662.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

³⁹ _____. *Case nº 15-CV-09539*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1057/VS00_01/2016429_r01c_15CV09539.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

⁴⁰ PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Assinamos acordo para encerrar class action nos EUA*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/assinamos-acordo-para-encerrar-class-action-nos-eua.htm>>. Acesso em 09 jan. 2018.

no Poder Judiciário dos Estados Unidos da América, no âmbito de ações coletivas envolvendo valores mobiliários⁴¹.

No mesmo sentido, a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras firmou ainda um acordo envolvendo o *Department of Justice* (DOJ), o departamento de justiça dos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a agência reguladora do mercado de capitais estadunidense, e o Ministério Público Federal (MPF), para encerrar definitivamente as investigações das autoridades estadunidenses relacionados aos controles internos, registros contábeis e demonstrações financeiras da companhia referentes ao período de 2003 a 2012. Por essa razão, a estatal terá um desembolso adicional no valor de US\$ 853,2 milhões relacionado às investigações decorrentes da “Operação Lava Jato”⁴².

Desde a propositura dessas ações perante o Poder Judiciário estrangeiro contra companhias brasileiras, a doutrina pátria tem discutido mais intensamente sobre a admissibilidade de investidores brasileiros prejudicados buscarem diretamente, baseado no ordenamento jurídico nacional, a responsabilização das próprias companhias pelos prejuízos que lhes foram causados.

Nesse aspecto houve, inclusive, o ajuizamento de uma ação coletiva movida pela Associação dos Investidores Minoritários – AIDMIN contra a Petrobras perante o Poder Judiciário brasileiro⁴³, com respaldo na Lei nº 7.347/1985 (Lei da Ação Civil Pública) e na Lei nº 8.078/1990 (Código de Defesa do Consumidor)⁴⁴. Entretanto, em razão de convenção de

⁴¹ STANFORD LAW SCHOOL. Securities Class Action Clearinghouse. *Top Ten by Largest Settlement*. Disponível em: <<http://securities.stanford.edu/top-ten.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

⁴² PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Feçamos acordos com autoridades nos Estados Unidos e manteremos 80% do valor no Brasil*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/assinamos-acordos-com-autoridades-nos-estados-unidos-para-manter-80-do-nosso-valor-no-brasil.htm>>. Acesso em 28 set. 2018.

⁴³ SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo. *Ação Civil Pública 1106499-89.2017.8.26.0100*. Requerente: Associação dos Investidores Minoritários – Aidmin. Requerido: Petróleo Brasileiro S/A - Petrobras. Juiz: Lúcia Caninéo Campanhã. São Paulo, 27 de outubro de 2017. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cpopg/show.do?processo.foro=100&processo.codigo=2S000S82P0000>>. Acesso em 11 jan. 2018.

⁴⁴ É possível a propositura de ação coletiva por meio de associação de investidores, conforme define a Lei da Ação Civil Pública e o Código de Defesa do Consumidor, sendo necessário, para esses casos, que a referida associação esteja constituída há pelo menos um ano e tenha entre suas finalidades institucionais a proteção do patrimônio público e social e da ordem econômica. Há expressa autorização para que o juiz afaste o critério temporal, desde que haja manifesto interesse social, evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido.

A saber: “Art. 5^a *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. (...) § 4.º 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.*” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985*. Brasília: 24 jul. 1985.)

arbitragem presente no Estatuto Social da companhia, o juízo acabou por extinguir a demanda sem exame do mérito.

Logo, é de significativa relevância a compreensão de como é tratada, nas jurisdições estrangeiras, a responsabilização das companhias abertas por prejuízos aos seus investidores decorrentes de falhas informacionais, sem, contudo, deixar de observar as peculiaridades e tradições próprias do ordenamento jurídico nacional⁴⁵. É possível que as características próprias do mercado brasileiro representem um cenário diferente da experiência estadunidense, onde as ações coletivas contra companhias abertas são tão recorrentes.

Seria o caso, por exemplo, da semelhança do mercado de capitais do Brasil e dos países da União Europeia, nos quais, diferentemente do cenário dos Estados Unidos da América, é comum a presença de um acionista ou grupo controlador nas companhias abertas⁴⁶. Sendo assim, apesar da experiência estadunidense a respeito da responsabilização das companhias ser uma importante fonte de estudo para uma análise comparada, baseando-se nas características do seu mercado de capitais, o histórico da Comunidade Europeia tende também a proporcionar significativas contribuições para uma análise com perspectiva no ordenamento jurídico brasileiro.

Diante desse aspecto, é possível que os efeitos da responsabilização das companhias pelos prejuízos aos seus investidores acabem por resultar em maior diligência por parte dos seus controladores, a fim de evitarem falhas informacionais pelas companhias que controlam, considerando que serão eles os mais prejudicados pela desvalorização das ações ou pelo desembolso de recursos pela companhia para ressarcimento dos investidores em caso de

No mesmo sentido: “Art. 82. Para os fins do art. 81, parágrafo único, são legitimados concorrentemente: (...) IV - as associações legalmente constituídas há pelo menos um ano e que incluam entre seus fins institucionais a defesa dos interesses e direitos protegidos por este código, dispensada a autorização assemblear. (...) § 1º O requisito da pré-constituição pode ser dispensado pelo juiz, nas ações previstas nos arts. 91 e seguintes, quando haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido.” (BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990. Brasília: 11 set. 1990.)

Conforme decisão do Superior Tribunal de Justiça, a dispensa da observância do critério temporal depende de pronunciamento judicial exposto conforme cada caso. Vide: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 140.097/SP*, 4ª Turma, rel. Min. Cesar Rocha, j. em 04.05.2000.

⁴⁵ “Sei bem do perigo da importação de doutrinas jurídicas e exemplos estrangeiros para o e no debate sobre o direito brasileiro. Tenho insistido em que não existe o direito, existem apenas os direitos. E o nosso direito é muito nosso, próprio a nossa cultura. A ponto de afirmarmos a necessidade de uma antropofagia jurídica, à moda de Oswald de Andrade.” (GRAU, Eros Roberto. Atualização da Constituição e mutação constitucional. *Revista Acadêmica da Escola de Magistrados da Justiça Federal da 3ª Região*, ano I, nº 01, p. 60-75, jun./ago. 2009. São Paulo: EMAG, 2009. p. 73.)

⁴⁶ Vide: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 169.

Característica essa que está presente na maior parte das jurisdições, com raras exceções, como é o caso dos Estados Unidos da América e do Reino Unido. A esse respeito: GILSON, Ronald J.. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, abr. 2006, p. 1.643-1.648. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em 11 jan. 2018.

eventual condenação. Portanto, imputar responsabilidade à companhia representaria, de certa forma, prejudicar o controlador, e não há análise deste aspecto na doutrina estadunidense, visto que a figura do acionista controlador não é comum no seu mercado.

Presumidamente, então, aqueles sistemas jurídicos que não conseguem imputar responsabilidades às companhias tendem a possuir investidores que não controlam a qualidade das informações prestadas ao mercado⁴⁷. Dessa maneira, as companhias careceriam de incentivos para divulgação de informações de qualidade, ao passo que elas poderiam ser incentivadas a fazê-lo pela fiscalização dos próprios investidores, já que as agências reguladoras do mercado de capitais não fazem análises da qualidade de informação, mas tão somente das formalidades da divulgação.

Ao mesmo tempo, há que se sopesar se a efetiva responsabilização das companhias pelos prejuízos causados ao mercado em razão de falhas informacionais de fato contribuiria para a superação dos desafios na reparação aos investidores, atraindo os agentes para o mercado de capitais, ou se, na verdade, representaria um significativo empecilho à abertura de capital das companhias em razão dos excessivos riscos e altos custos, pelo qual o *trade off* entre benefícios e prejuízos demonstrasse mais perdas no longo prazo.

Por essas razões, a compreensão das legislações estrangeiras é de grande relevância para o desenvolvimento do ordenamento brasileiro⁴⁸, de forma a propiciar reflexões, com base nas consequências da responsabilização das companhias nesses países, a respeito das formas de propiciar-se um mercado de capitais seguro aos investidores e, ao mesmo tempo, desenvolvido e atraente às companhias.

⁴⁷ “At best, the efficacy of deterrence, under the current system, rests on the validity of enterprise liability: that is, on the claim that by imposing large penalties on the corporation, society induces increased monitoring of the corporate officials who benefit from securities fraud.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006, p. 27. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

⁴⁸ “O conhecimento das legislações estrangeiras torna-se útil na medida em que as atividades das sociedades se estendem além das fronteiras dos países em que foram constituídas.” (RIPERT, Georges. *Tratado Elemental de Derecho Comercial*. v. II. Tradução: Felipe de Sola Cañizares. Buenos Aires: TEA, 1954, p. 6.)

2. A EXPERIÊNCIA ESTADUNIDENSE: A *Fraud-On-The-Market Theory*

2.1. O contexto histórico da *Fraud-On-The-Market Theory*

Desde o processo de recuperação da economia dos Estados Unidos da América com o plano *New Deal*, após o *crash* da *New York Stock Exchange* (NYSE) em 1929, quando o país foi acometido por uma grande depressão econômica, o mercado de capitais estadunidense passou a reconhecer como um de seus principais princípios a garantia à informação⁴⁹. No âmbito das discussões a respeito do referido plano, foi considerado que relevantes fatores que motivaram a quebra da bolsa de valores relacionavam-se à ausência de uma regulamentação federal para o mercado de valores mobiliários⁵⁰.

Esse fato está diretamente relacionado ao sistema federativo adotado pela Constituição dos Estados Unidos da América, em que compete aos Estados-membros legislar a respeito do mercado de valores mobiliários e da tutela dos investidores⁵¹. As *blue sky laws*, denominação que foi dada às leis estaduais que regulamentavam o mercado de capitais em referência aos agentes que ofereciam não mais do que “diversos metros de céu azul”, implementaram um sistema de registro de ofertas públicas de valores mobiliários e dos seus respectivos intermediários, analisando inclusive os próprios ativos ofertados, além de fixar regras de coibição de fraudes⁵².

⁴⁹ John Keynes, um dos responsáveis pelo modelo econômico que, posteriormente, veio a contribuir para o *New Deal*, afirmou: “*Many of the greatest economic evils of our time are the fruits of risk, uncertainty, and ignorance. It is because particular individuals, fortunate in situation or in abilities, are able to take advantage of uncertainty and ignorance, and also because for the same reason big business is often a lottery, that great inequalities of wealth come about; and these same factors are also the cause of the unemployment of labour, or the disappointment of reasonable business expectations, and of the impairment of efficiency and production. Yet the cure lies outside the operations of individuals; it may even be to the interest of individuals to aggravate the disease. I believe that the cure for these things is partly to be sought in the deliberate control of the currency and of credit by a central institution, and partly in the collection and dissemination on a great scale of data relating to the business situation, including the full publicity, by law if necessary, of all business facts which it is useful to know. These measures would involve society in exercising directive intelligence through some appropriate organ of action over many of the inner intricacies of private business, yet it would leave private initiative and enterprise unhindered. Even if these measures prove insufficient, nevertheless, they will furnish us with better knowledge than we have now for taking the next step.*” (KEYNES, John Maynard. *Essays in persuasion by John Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011, p. 172-173.)

⁵⁰ COX, James D.; HILLMANN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*. 5.ed. New York: Aspen, 2006, p. 5.

⁵¹ “*Article added pursuant to the fifth article of the original Constitution. “ARTICLE [X.] The powers not delegated to the United States by the Constitution, nor prohibited by it to the States, are reserved to the States respectively, or to the people.”* (U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES. *The Constitution of the United States of America*. Pennsylvania: 17 set. 1787. Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CDOC-110hdoc50/pdf/CDOC-110hdoc50.pdf>>. Acesso em 20 abr. 2015.)

A esse respeito, vide: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais & “Insider Trading”*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 80-81.

⁵² COX, James D.; HILLMANN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*. 5.ed. New York: Aspen, 2006, p. 14-15.

Nesse sentido, em 1933, ainda no contexto do pós-crise, o então Presidente Franklin Delano Roosevelt propôs a regulação federal do mercado de capitais dos Estados Unidos da América, motivado pelas perdas auferidas pelos investidores americanos resultantes da desonestidade dos agentes de um mercado ainda pouco regulado. As medidas a serem adotadas tinham como principal objetivo a publicidade de informações pelos emissores em suas ofertas públicas de valores mobiliários, bem como a elaboração de leis de supervisão das operações de compra e venda de ativos em bolsa de valores⁵³.

No mesmo ano surgiu o *Securities Act of 1933*, que buscou regulamentar as ofertas públicas de valores mobiliários, por meio da criação de um sistema de registro dessas ofertas, de forma que os emissores estariam obrigados a divulgar todas as informações tidas como essenciais à tomada de decisão de investimento nos referidos ativos⁵⁴. Passou-se a ser exigida a divulgação de prospecto nas ofertas primárias, pelo qual os potenciais investidores estariam igualmente informados à própria companhia emissora ou aos intermediários da colocação pública, a ponto de serem capazes de avaliar uma eventual incompatibilidade entre o valor negociado nas emissões públicas e sua efetiva correspondência econômica com o ativo ofertado.

A partir de então o mercado de capitais estadunidense passou a ser disciplinado, dentre outros princípios, pela divulgação obrigatória de informações. Dessa forma, os investidores, baseados nas informações públicas disponíveis e considerando suas estratégias de alocação de recursos, poderiam tomar decisões conscientes de comprar, vender ou manter em sua carteira de investimentos determinados valores mobiliários. Logo, houve uma tentativa de

⁵³ Assim se posicionou o Presidente Franklin Delano Roosevelt ao Congresso dos Estados Unidos da América: “*I recommend to the Congress legislation for Federal supervision of traffic in investment securities in interstate commerce. In spite of many State statutes the public in the past has sustained severe losses through practices neither ethical nor honest on the part of many persons and corporations selling securities. Of course, the Federal Government cannot and should not take any action which might be construed as approving or guaranteeing that newly issued securities are sound in the sense that their value will be maintained or that the properties which they represent will earn profit. There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public. This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine 'let the seller also beware. It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence. The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference to honest business. This is but one step in our broad purpose of protecting investors and depositors. It should be followed by legislation relating to the better supervision of the purchase and sale of all property dealt with on exchanges, and by legislation to correct unethical and unsafe practices on the part of officers and directors of banks and other corporations. What we seek is a return to a clearer understanding of the ancient truth that those who manage banks, corporations and other agencies holding or using other people's money are trustees acting for others.*” (U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. *Public Papers of the Presidents of the United States – Franklin D. Roosevelt*. v. 2. Washington, 1933, p. 93-94.)

⁵⁴ U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES. *Securities Act of 1933*. Pennsylvania: 27 maio 1933. Disponível em: <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>>. Acesso em 01 out. 2017.

minimizar o movimento que até então predominava no mercado de superestimar retornos financeiros subestimando os riscos inerentes ao mercado de capitais, de forma a tutelar os investidores em razão da captação de poupança popular⁵⁵.

Neste sentido, dispondo de todas as informações disponíveis no mercado, os investidores poderiam decidir de forma consciente a respeito de seus investimentos. Por sua vez, competiu à autoridade pública a regulamentação das companhias emissoras de valores mobiliários, a fim de disciplinar o fluxo de divulgação e garantir que os princípios fossem observados pelos participantes do mercado.

Logo, o Congresso dos Estados Unidos da América promulgou, em 1934, o *Securities Exchange Act of 1934*, por meio do qual ampliou-se ao mercado secundário o princípio da divulgação obrigatória de informações, de forma a exigir a divulgação contínua de informações periódicas e eventuais pelos emissores de valores mobiliários no âmbito das negociações em mercados organizados⁵⁶. Ficou garantido aos investidores o acesso a informações não só na oferta primária de ativos, mas também durante toda a sua negociação no mercado de capitais, considerando a exigência de que as companhias mantivessem publicações periódicas.

Consequentemente, esses agentes teriam melhor capacidade de alocação eficiente de seus recursos, visto estarem amparados pela legislação contra as práticas abusivas dos emissores ou intermediários (especialmente os bancos de investimento) que pudessem distorcer a tomada de decisão de investimento em razão de assimetrias informacionais⁵⁷. Esse objetivo foi buscado estabelecendo-se certas exigências informacionais mínimas no ingresso e permanência dos emissores no mercado de capitais, sem juízo de valor quanto aos próprios ativos ofertados, a ser feito pelos próprios investidores⁵⁸.

⁵⁵ ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission*. Washington: U. S. Government Printing Office, 1977, p. 567. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/2027/pst.000012956579>>. Acesso em 26 mai. 2011.

⁵⁶ U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES. *Securities Exchange Act of 1934*. Pennsylvania: 6 jun. 1934. Disponível em: <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>>. Acesso em 01 out. 2017.

⁵⁷ ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission*. Washington: U. S. Government Printing Office, 1977, p. 562. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/2027/pst.000012956579>>. Acesso em 26 mai. 2011.

⁵⁸ A esse respeito: "[t]he Securities Act does not attempt to prevent people from making and acting on their own judgments about which investment are desirable. The SEC will not refuse to let a registration statement become effective on the ground that the securities are overpriced, or that the investment is too risky for the average investor, or that the issuer's business plan are harebrained. Nor does SEC produce rating of securities or otherwise pass on their merits for the guidance of potential investors. It simply requires disclosure of certain kinds of information as a precondition to the public offering and sale of securities. Its goal is to mitigate imperfections in the securities markets by making it easier for participants to engage in informed decision making." (CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 720.)

O *Securities Exchange Act of 1934* criou ainda a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a agência reguladora do mercado de capitais estadunidense. A agência se propõe a promover um ambiente de mercado que seja digno da confiança do público por meio da proteção dos investidores, mantendo os mercados justos, ordenados e eficientes, bem como facilitando a formação de capital⁵⁹.

Em 1942, a *Securities and Exchange Commission* promulgou a *Rule 10b-5*, especialmente buscando combater as práticas de *insider trading* no mercado de capitais estadunidense, caracterizado pela utilização de informações privilegiadas para operar ou manipular o mercado de valores mobiliários⁶⁰. Por meio dessa norma, proibiu-se que os participantes empregassem quaisquer dispositivos, esquemas ou artifícios ou participassem em qualquer ato, prática ou curso de negócios com fins de fraudar o mercado, bem como prestassem declarações falsas ou se omitissem em indicar fatos relevantes para esclarecimento ao mercado⁶¹.

Baseando-se na disposição da norma que proibia as companhias integrantes do mercado de capitais de prestarem declarações falsas ou de se omitirem diante de fatos do

⁵⁹ “*The mission of the SEC is to protect investors; maintain fair, orderly, and efficient markets; and facilitate capital formation. The SEC strives to promote a market environment that is worthy of the public's trust.*” (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *About the SEC*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about.shtml>>. Acesso em 30 set. 2017.)

⁶⁰ Nas palavras de Nelson Eizirik, “*o insider trading é, simplifadamente, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional estão ‘por dentro’ de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim, o ‘insider’ compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.*” (EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In: BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 43.)

No mesmo sentido o ensinamento de Newton De Lucca de que “*esta expressão (insider trading), originária do direito norte-americano, é hoje internacionalmente conhecida e consagrada para designar as transações desleais, porque insidiosas, realizadas no âmbito do mercado de capitais. Consiste no aproveitamento de informações relevantes, ainda não divulgadas ao público e capazes de influir nas decisões tomadas no mercado, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores ignaros dessas mesmas informações. Se estes últimos tivessem ciência, em tempo oportuno, daquelas informações privilegiadas, ou não teriam realizado aquelas operações, ou as teriam celebrado em condições diversas.*” (LUCCA, Newton De. Prefácio. In: PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005, p. 20.)

⁶¹ “*Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.*” (U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. *17 CFR 240.10B-5 - Employment of manipulative and deceptive devices*. Disponível em: <<https://www.gpo.gov/fdsys/granule/CFR-2011-title17-vol3/CFR-2011-title17-vol3-sec240-10b-5>>. Acesso em 01 out. 2017.)

mercado que as envolvesse, os investidores passaram a alegar prejuízos em razão da sua omissão ou da má divulgação de informações. Esses prejuízos, portanto, seriam consequência direta da presunção de confiança de que todas as informações existentes sobre determinada companhia deveriam estar disponíveis e que aquelas já divulgadas eram verossímeis, conforme a *Rule 10b-5* emitida pela *Securities and Exchange Commission*⁶².

Como resultado, a jurisprudência dos tribunais dos Estados Unidos da América fez surgir a *Fraud-On-The-Market Theory*, por meio da qual os investidores lesados não necessitavam comprovar que os prejuízos suportados na aquisição de ativos superfaturados ou liquidação de seus ativos desvalorizados estivessem diretamente relacionados às informações veiculadas ou omitidas pelas companhias. Isso significava que, em havendo falha informacional, era possível presumir que houve distorção no preço da negociação dos valores mobiliários e, por esse motivo, todos aqueles que detinham valores mobiliários do emissor estariam sujeitos à referida desconformidade e, por essa razão, não precisariam demonstrar danos, estando legitimados a obter ressarcimento a partir da quantidade de ações que detinham da companhia⁶³.

A partir de então, as *class actions* de ressarcimento de prejuízos movidas por acionistas contra as companhias de que eram investidores apresentaram expressivo crescimento. A *Fraud-On-The-Market Theory* criou uma presunção que, se o investidor possuía ações de uma companhia na data da propositura da *class action*, o acionista estaria automaticamente legitimado a participar do consórcio do grupo de acionistas a serem indenizados.

Essas ações coletivas são expressamente previstas na *Federal Rule of Civil Procedure* dos Estados Unidos da América, por meio da *Rule 23*⁶⁴, que faculta a propositura no

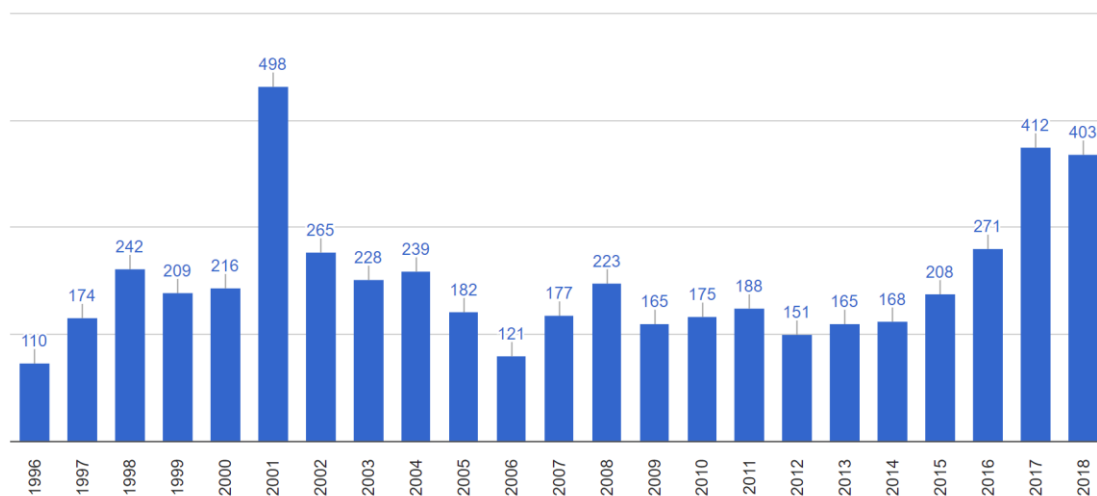
⁶² Esse movimento foi intensificado a partir do julgamento do caso *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988) pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América, conforme será demonstrado posteriormente. A respeito do julgamento, vide: SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁶³ “Some plaintiffs can show these other two elements reasonably easily and definitively, for example plaintiffs who purchase the security immediately after the misstatement is made and still hold it at the time of the public announcement of its falsity. For plaintiffs whose purchase and sale timings do not fit this profile, it may be appropriate to bar actions where there is no post announcement price drop. This problem is less critical for class actions because at least minimum losses to the class as a whole can be established without concern as to when the inflation dissipated.” (FOX, Merritt B.. Understanding Dura. *Columbia Law and Economics Working Paper* n°. 279. Ago. 2005, p. 45. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=764432>>. Acesso em 30 set. 2017.)

⁶⁴ “Rule 23. Class Actions (a) PREREQUISITES. One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all members only if: (1) the class is so numerous that joinder of all members is impracticable; (2) there are questions of law or fact common to the class; (3) the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class; and (4) the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class.” (UNITED STATES COURTS. *Federal Rules Of Civil Procedure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/sites/default/files/rules-of-civil-procedure.pdf>>. Acesso em 09 jan. 2018.

Poder Judiciário de uma ação coletiva, pela qual vários requerentes que possuem demandas semelhantes são agrupados e pleiteiam o acesso à tutela jurisdicional em um único processo, sendo representados por um membro desse grupo. O crescimento vertiginoso dos ajuizamentos de *class actions* envolvendo valores mobiliários foi comprovado pela análise realizada pela *Securities Class Action Clearinghouse* da *Stanford Law School*, conforme apresentado no gráfico abaixo:

GRÁFICO 4 – Ajuizamentos de *class actions* envolvendo valores mobiliários, 1996 - 2018⁶⁵



Fonte: *Securities Class Action Clearinghouse*

Logo, a *Fraud-On-The-Market Theory* ainda é um tema bastante controverso nos Estados Unidos da América, com correntes fortemente favoráveis e outras igualmente contrárias. Por esse motivo, os estudiosos vivenciaram acaloradas discussões a respeito das efetivas consequências de sua aplicação pelos tribunais.

A controvérsia centra-se, principalmente, se a responsabilização das companhias pelos prejuízos causados aos seus investidores traria ao mercado de capitais estadunidense consequências negativas a ponto de prejudicá-lo, visto torná-lo menos competitivo e desfavorável à abertura de capital das companhias em razão dos elevados riscos aos emissores ou, pelo contrário, resultaria em benefícios a todo país, considerando-se os mais adequados mecanismos de reparação aos investidores e, conseqüentemente, os atrativos estímulos para que mais agentes invistam por meio de suas bolsas de valores.

⁶⁵ STANFORD LAW SCHOOL. *Securities Class Action Clearinghouse. Federal Securities Class Action Litigation 1996 – YTD*. Disponível em: <<http://securities.stanford.edu/charts.html>>. Acesso em 05 jan. 2019.

2.2. A perspectiva clássica - *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)

Até a década de 1970 nos Estados Unidos da América, a *Basic Incorporated*, companhia de capital aberto listada na *New York Stock Exchange*, atuava predominantemente no ramo de fabricação de refratários químicos para a indústria siderúrgica. Por sua vez, a *Combustion Engineering Inc.*, que também tinha como principal atividade empresarial a fabricação de refratários de alumínio, passou a manifestar, ainda entre 1965 e 1966, algum interesse na aquisição da *Basic*, tendo suas intenções sido abandonadas em razão de receio quanto à legislação referente aos atos de concentração de mercado⁶⁶.

Contudo, em razão da decisão, em 1976, do processo *Kaiser-Lavino* pela *Federal Trade Commission*, agência responsável pela proteção dos consumidores estadunidenses por meio do combate e prevenção às práticas comerciais anticompetitivas⁶⁷, ficou definido que os refratários básicos ou químicos estavam em um mercado separado dos refratários não-básicos/ácidos ou de alumínio⁶⁸. A partir desse momento, a *Combustion* retomou as tratativas com os diretores e conselheiros da *Basic* a fim de efetivarem a sua aquisição, demonstrado pelo “*Strategic Plan*” do *Combustion's Industrial Products Group*, datado de outubro de 1976, que incluía o objetivo de “*Adquirir a Basic Inc. por US\$ 30 milhões*”.

Entretanto, entre 1977 e 1978, no contexto de inúmeras negociações das ações da *Basic* com significativas altas no preço da cotação de suas ações na *New York Stock Exchange*, os administradores da companhia fizeram ao menos 03 declarações públicas negando quaisquer tratativas a respeito de potencial aquisição, indicando desconhecerem eventuais motivos para as oscilações no valor dos seus valores mobiliários.

A primeira delas, em outubro de 1977, foi veiculada no *Cleveland Plain Dealer*, um dos principais jornais diários de Cleveland, em Ohio, tendo sido feita logo após um aumento das negociações das ações da *Basic* na NYSE:

⁶⁶ SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 485 U.S. 226. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁶⁷ “*Working to protect consumers by preventing anticompetitive, deceptive, and unfair business practices, enhancing informed consumer choice and public understanding of the competitive process, and accomplishing this without unduly burdening legitimate business activity.*” (FEDERAL TRADE COMMISSION. *About the FTC*. Disponível em: <<https://www.ftc.gov/about-ftc>>. Acesso em 07 set. 2018.)

⁶⁸ FEDERAL TRADE COMMISSION. *Kaiser Aluminum & Chemical Corporation. Final order, opinion, etc., in regard to alleged violation of Section 5 of the Federal Trade Commission Act and Section 7 of the Clayton Act*. Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/commission_decision_volumes/volume-93/ftc_volume_decision_93_january_-_june_1979pages_739-859.pdf>. Acesso em 07 set. 2018.

*“O presidente [da Basic] Max Muller disse que a empresa não sabia o motivo da atividade das ações e que não havia negociações com qualquer empresa para uma fusão. Ele disse que a Flintkote recentemente negou os rumores de Wall Street de que faria uma oferta de US\$ 26 por ação para o controle da fabricante de refratários para a indústria do aço baseada em Cleveland.”*⁶⁹

Em setembro de 1978, em resposta a uma consulta da *New York Stock Exchange*, a *Basic* emitiu um comunicado ao mercado referente ao aumento da atividade de suas ações, declarando desconhecimento das razões relacionadas à alta negociação dos papéis na bolsa de valores, afirmando que:

*“A administração não tem conhecimento de qualquer desenvolvimento atual ou pendente da companhia que resultaria na atividade de negociação anormalmente intensa e na flutuação de preço nas ações da companhia que foram vivenciados nos últimos dias.”*⁷⁰

Por fim, em novembro de 1978, a *Basic* emitiu para seus acionistas um relatório, denominado *Nine Months Report 1978*, em que reafirmava a incompreensão da companhia a respeito do comportamento de negociação de suas ações na NYSE:

*“Com relação à atividade do mercado de capitais referente às ações da Companhia, continuamos sem ter conhecimento de quaisquer desenvolvimentos presentes ou pendentes que possam explicar o alto volume de negociações e flutuações de preços nos últimos meses.”*⁷¹

⁶⁹ Tradução livre do autor para: “[Basic] President Max Muller said the company knew no reason for the stock's activity and that no negotiations were under way with any company for a merger. He said Flintkote recently denied Wall Street rumors that it would make a tender offer of \$26 a share for control of the Cleveland-based maker of refractories for the steel industry.” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), nota de rodapé 4. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224>>. Acesso em 30 set. 2017.)

⁷⁰ Tradução livre do autor para: “management is unaware of any present or pending company development that would result in the abnormally heavy trading activity and price fluctuation in company shares that have been experienced in the past few days.” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), nota de rodapé 4. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224>>. Acesso em 30 set. 2017.)

⁷¹ Tradução livre do autor para: “With regard to the stock market activity in the Company's shares, we remain unaware of any present or pending developments which would account for the high volume of trading and price fluctuations in recent months.” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), nota de rodapé 4. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224>>. Acesso em 30 set. 2017.)

A contrassenso das referidas manifestações, em dezembro de 1978, a *Basic* solicitou à *New York Stock Exchange* a suspensão das negociações de suas ações listadas, emitindo um comunicado ao mercado de que havia sido “abordada” por uma outra companhia com uma proposta de fusão. No dia seguinte a diretoria da *Basic* aprovou a oferta da *Combustion* de aquisição das ações ordinárias da *Basic* por US\$ 46 por ação, e, passado mais um dia, anunciou publicamente a aprovação da oferta pública de aquisição da *Combustion* para todas as ações em circulação.

Max L. Levinson, um dos então acionistas da *Basic* que, entre a primeira declaração pública da *Basic*, negando quaisquer negociações sobre eventual aquisição, e o anúncio de fusão com a *Combustion*, alienou as ações de emissão da companhia de sua titularidade, moveu então uma *class action* contra a *Basic*, passando a ser o representante da classe de ex-acionistas da companhia. A ação foi movida com fundamento jurídico na violação da *Rule 10(b)* do *Securities Exchange Act of 1934*, que dispõe sobre a proibição de utilização ou emprego de qualquer dispositivo ou artifício manipulativo ou enganoso em contravenção a regras e regulamentos que a *Securities and Exchange Commission* possa prescrever como necessário ou apropriado no interesse público ou para a proteção dos investidores⁷², bem como da *Rule 10b-5*, supramencionada, promulgada pela própria agência para disciplinar a divulgação de informações.

A demanda proposta na *class action* baseava-se na alegação de que as declarações públicas da *Basic* foram enganosas e que, considerando que os investidores que compunham a classe alienaram suas ações entre as negativas da companhia e a efetivação da fusão, eles teriam sido prejudicados em razão da venda ter sido realizada por preços depreciados artificialmente em razão das declarações.

A *United States District Court*⁷³ certificou a classe dos investidores - correspondente ao reconhecimento do cumprimento das condições para tornar-se uma ação

⁷² “SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange— (...) (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securitiesbased swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.” (U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES. *Securities Exchange Act of 1934*. Pennsylvania: 6 jun. 1934. Disponível em: <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20of%201934.pdf>>. Acesso em 01 out. 2017.)

⁷³ A Corte Distrital dos Estados Unidos da América corresponde, considerando o sistema judiciário brasileiro e observada suas adaptações, à primeira instância da Justiça Federal no Brasil. Nesse sentido: UNITED STATES

coletiva -, no entanto, limitando apenas ao período a partir de outubro de 1977, data da primeira declaração pública da *Basic*, e não a partir da data em que as negociações teriam sido iniciadas. Posteriormente, a corte também excluiu da classe aqueles que haviam adquirido as ações da *Basic* após a declaração de outubro de 1977, mas as venderam antes da declaração de setembro de 1978, bem como daqueles que alienaram suas ações após a suspensão das negociações das ações da *Basic* na *New York Stock Exchange* em dezembro de 1978.

A *United States Court of Appeals for the Sixth Circuit*⁷⁴ manteve a certificação de classe, concordando que, com base na *Fraud-On-The-Market Theory*, a confiança dos investidores em falsas declarações da *Basic* poderia ser presumida. A corte argumentou que, embora os administradores da companhia não estivessem sob o dever geral de divulgar suas discussões com a *Combustion*, qualquer declaração que a *Basic* voluntariamente divulgasse não poderia ser "*tão incompleta a induzir ao erro*"⁷⁵.

Portanto, a corte de apelação se uniu a várias outras cortes para aceitar a *Fraud-On-The-Market Theory* e criar uma presunção de que os investidores se basearam em falsas declarações dos administradores da *Basic*, observando que, sem a presunção, seria impraticável certificar uma classe sob a *Rule 23(b)(3)*⁷⁶ da *Federal Rule of Civil Procedure* dos Estados Unidos da América.

Por sua vez, a *Supreme Court of The United States*⁷⁷ entendeu que a omissão da *Basic* na divulgação de informações ao mercado, tendo em vista as tratativas da possível fusão com a *Combustion*, representou uma falha informacional pelo fato de que, se divulgada, poderia

COURTS. *Court Role and Structure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/about-federal-courts/court-role-and-structure>>. Acesso em 01 out. 2017.

⁷⁴ Com suas devidas adaptações, as Cortes de Apelações dos Estados Unidos da América correspondem aos Tribunais Regionais Federais no sistema judiciário brasileiro. Nesse sentido: UNITED STATES COURTS. *Court Role and Structure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/about-federal-courts/court-role-and-structure>>. Acesso em 01 out. 2017.

⁷⁵ A Corte, ao citar "*so incomplete as to mislead*", fazia referência ao caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 862 (CA2 1968), conforme: KLEIN, William A.; RAMSEYER, J. Mark; BAINBRIDGE, Stephen M. *Business Associations: Cases and materials on agency, partnerships, and corporations*. Eagan: Foundation Press, 2003, p. 446.

⁷⁶ "*Rule 23. Class Actions (...) (b) TYPES OF CLASS ACTIONS. A class action may be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if: (...) (3) the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy. The matters pertinent to these findings include: (A) the class members' interests in individually controlling the prosecution or defense of separate actions; (B) the extent and nature of any litigation concerning the controversy already begun by or against class members; (C) the desirability or undesirability of concentrating the litigation of the claims in the particular forum; and (D) the likely difficulties in managing a class action.*" (UNITED STATES COURTS. *Federal Rules Of Civil Procedure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/sites/default/files/rules-of-civil-procedure.pdf>>. Acesso em 09 jan. 2018.)

⁷⁷ Corte essa que corresponderia ao Supremo Tribunal Federal no ordenamento jurídico brasileiro. Nesse sentido: UNITED STATES COURTS. *Court Role and Structure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/about-federal-courts/court-role-and-structure>>. Acesso em 01 out. 2017.

ser considerada relevante em razão da probabilidade substancial de que teria sido considerada significativa por um investidor razoável⁷⁸. Logo, a falha informacional por parte da companhia de fato configurava descumprimento da *Rule 10(b)* do *Securities Exchange Act of 1934*, bem como da *Rule 10b-5* emitida pela *Securities and Exchange Commission*⁷⁹.

A suprema corte validou a aplicação, pelas cortes inferiores, da presunção de confiança dos investidores nas informações divulgadas pela *Basic*, baseada na *Fraud-On-The-Market Theory*, de forma a não exigir que cada demandante da classe demonstrasse individualmente seus fatos, o que resultaria em ônus probatório excessivo. Para tanto, a corte entendeu que a legislação do mercado de capitais exige a divulgação completa de informações, buscando fomentar a confiança dos investidores na integridade do mercado.

A presunção de veracidade das informações divulgadas pela *Basic* também tem apoio no senso comum e na probabilidade, conforme a suprema corte: “*um investidor que negocia ações pelo preço determinado por um mercado impessoal o faz com base na integridade desse preço*”⁸⁰. Logo, as informações publicamente disponíveis pelas companhias tendem a ser refletidas no preço de seus valores mobiliários negociados no mercado de capitais, pelo qual a confiança dos investidores nas declarações da *Basic* pode ser presumida para fins de uma ação relacionada à *Rule 10b-5* promulgada pela *Securities and Exchange Commission*.

A proposta de o preço das ações das companhias abertas ser formado a partir das informações divulgadas ao mercado encontra amparo na *Efficient-Market Hypothesis* (EMH), ainda contemporânea na atualidade, proposta pelo professor Eugene Francis Fama, da *University of Chicago*, que lhe rendeu o Prêmio Nobel de Economia em 2013⁸¹. Conforme a teoria, todas as informações públicas relevantes, incluindo eventuais distorções, são refletidas no preço das ações negociadas em um mercado bem desenvolvido⁸². Isto é, havendo distorção

⁷⁸ A definição do entendimento da *United States Supreme Court* de que um fato omitido por uma companhia aberta ser materialmente relevante, partindo-se do pressuposto de que, se divulgado, teria sido considerado significativo por um investidor razoável, tem origem no caso *TSC Industries, Inc. vs. Northway, Inc.*, 426 US 438, a saber: SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/426/438/>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁷⁹ “*The standard set forth in TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, whereby an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that its disclosure would have been considered significant by a reasonable investor, is expressly adopted for the § 10(b) and Rule 10b-5 context.*” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 485 U.S. 225. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>>. Acesso em 30 set. 2017.)

⁸⁰ “*(...) an investor who trades stock at the price set by an impersonal market does so in reliance on the integrity of that price.*” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 485 U.S. 224. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>>. Acesso em 30 set. 2017.)

⁸¹ THE NOBEL PRIZE. *Eugene F. Fama*. Disponível em: <<https://www.nobelprize.org/prizes/economics/2013/fama/facts/>>. Acesso em 03 out. 2017.

⁸² “*In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms' activities under the assumption that security prices at any time 'fully*

nas informações disponíveis publicamente, é possível presumir que houve distorção no preço das ações negociadas em bolsa de valores⁸³.

Neste sentido, a partir do julgamento do caso *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 pela *Supreme Court of The United States*, em 1988, os tribunais estadunidenses passaram a adotar a presunção de que uma informação mal divulgada gera disfunção na formação do preço das ações negociadas no mercado de capitais. Desse modo, todos os acionistas que possuíam ações da companhia no período em que as informações foram publicadas teriam necessariamente sido prejudicados, bem como o próprio mercado de capitais sofreria com os danos da falha informacional, considerando a distorção dos preços dos ativos nele negociados⁸⁴. Esse caso serviu de *leading case* para a consolidação da *Fraud-On-The-Market Theory*.

Para que uma ação de ressarcimento de danos seja proposta por meio da *Fraud-On-The-Market Theory*, de forma a caracterizar-se a presunção relativa de confiança dos investidores às informações disponíveis no mercado, é necessário que seja demonstrado que (i) a informação falsa divulgada pela companhia ao mercado era publicamente conhecida; (ii) as informações falsas tinham conteúdo material; (iii) as ações de emissão da companhia eram negociadas em um mercado eficiente; (iv) as informações falsas induziriam o investidor razoável e confiante no mercado a julgar mal o valor das ações; e (v) que o requerente negociou com as ações de emissão da companhia entre a divulgação da informação falsa pela companhia e a identificação da fraude⁸⁵. Caberá então à companhia e a seus administradores demonstrarem

reflect' all available information. A market in which prices always 'fully reflect' available information is called 'efficient'." (FAMA, Eugene Francis. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, issue 2, p. 383-417. Maio 1970, p. 383. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2325486>>. Acesso em 03 out. 2017.)

⁸³ A teoria do professor Eugene Francis Fama sofreu consideráveis críticas após a crise hipotecária vivenciada pelos Estados Unidos da América a partir de 2007, relacionada à concessão de crédito a tomadores “*subprime*”, considerando que nem todas as informações para formação do valor dos ativos estão de fato disponíveis ao mercado, bem como que certas informações são absorvidas pelo mercado de forma bastante lenta e gradual, razão pelo qual a teoria só se sustentaria caso a eficiência informacional coincidissem com a eficiência fundamental. Nesse sentido: “*In the perfect market of finance theory, all information is instantly reflected in prices that are fundamentally as well as informationally efficient. In real capital markets with active secondary trading, prices generally reflect public information rapidly—albeit not instantaneously. Information that is “private” or costly to acquire enters price more slowly and sometimes not at all.*” (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier. Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper n.º. 458*, p. 77-78. Stanford: Fev. 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2396608>>. Acesso em 30 set. 2017.)

Para um estudo histórico acerca da eficiência do mercado e racionalidade dos investidores, vide: FOX, Justin. *The Myth of the Rational Markets: a history of risk, reward and delusion on Wall Street*. New York: Harper Collins, 2009.

⁸⁴ GOLDBERG, John C. P.; ZIPURSKY, Benjamin C. The Fraud-On-The-Market Tort. *Vanderbilt Law Review*, v. 66. Nashville: Out. 2013, p. 110. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2346315>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁸⁵ “*The Court of Appeals held that, in order to invoke the presumption, a plaintiff must allege and prove: (1) that the defendant made public misrepresentations; (2) that the misrepresentations were material; (3) that the shares were traded on an efficient market; (4) that the misrepresentations would induce a reasonable, relying investor to misjudge the value of the shares; and (5) that the plaintiff traded the shares between the time the*

que o preço das ações não foi afetado pelas declarações falsas, ou que os investidores não negociaram com base na integridade do preço de mercado, buscando afastarem essa presunção⁸⁶.

As demandas baseadas na *Fraud-On-The-Market Theory* contra os emissores de valores mobiliários em razão de falhas informacionais em descumprimento da *Rule 10b-5* podem ser propostas tanto pelos investidores prejudicados quanto pela própria *Securities and Exchange Commission*, observados os seguintes pressupostos⁸⁷: (i) a divulgação de informação falsa materialmente significativa ou a omissão de informação relevantes, aferidas considerando a probabilidade de a informação ser considerada na tomada de decisão de um investidor razoável⁸⁸; (ii) o *scienter*, isto é, a intenção do infrator, o intuito do administrador da companhia em fraudar o mercado de valores mobiliários⁸⁹; (iii) a eventual relação da compra ou venda de algum ativo em razão da informação falsa ou omissão por parte da companhia⁹⁰; (iv) a confiança, também denominada *transaction causation*, correspondente à convicção do investidor prejudicado na declaração divulgada, de forma a induzi-lo a se envolver na transação; (v) a perda econômica⁹¹; e (vi) o “*loss causation*”, ou seja, o nexo causal entre o dano suportado pelos investidores e a declaração falsa divulgada pela companhia⁹².

A partir de então, a *Fraud-On-The-Market Theory* passou a ser amplamente utilizada nas ações de ressarcimento de prejuízos aos investidores do mercado de capitais

misrepresentations were made and the time the truth was revealed.” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 485 U.S. 225. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224>>. Acesso em 30 set. 2017.)

⁸⁶ “*The presumption of reliance may be rebutted: Rule 10b-5 defendants may attempt to show that the price was not affected by their misrepresentation, or that the plaintiff did not trade in reliance on the integrity of the market price.*” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 485 U.S. 225. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224>>. Acesso em 30 set. 2017.)

⁸⁷ Conforme decidido pela *United States Supreme Court* em ação coletiva relacionada a fraude de valores mobiliários, movida por investidores contra a *Dura Pharmaceuticals, Inc.* sob a alegação de que alguns de seus administradores fizeram declarações falsas sobre a aprovação futura da *Food and Drug Administration* de um novo dispositivo para combate à asma, levando os investidores a adquirirem ações da *Dura Pharmaceuticals, Inc.* a um preço artificialmente inflacionado. Vide: SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, (03-932) 544 U.S. 336 (2005). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/544/336>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁸⁸ Vide: SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187, 197 (2d Cir. 2009). Disponível em: <<https://caselaw.findlaw.com/us-2nd-circuit/1386251.html>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁸⁹ A esse respeito: SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/425/185/>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁹⁰ Nesse sentido: SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 730, 744 (1975). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/723/>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁹¹ Ver: SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *John Schlick v. Penn-Dixie Cement Corporation* 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/507/374/4956/>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁹² Conforme: HAZEN, Thomas. *The Law of Securities Regulation*. 5 ed. West, 2002, §§ 12.11 [1], [3].

estadunidense, com forte sustentação pela doutrina jurídica especializada. Os argumentos principais para defesa da teoria baseavam-se, especialmente, na essencialidade da *Fraud-On-The-Market Theory* como possível substituto a um seguro contra riscos não previsíveis ao investidor, os quais reforçavam a necessidade de haver um mecanismo como proposta pela teoria para coibir práticas pelas companhias que viessem a causar danos aos seus acionistas⁹³.

Havia ainda uma sustentação da *Fraud-On-The-Market Theory*, com base em critérios econômicos, no sentido de que deveria haver a possibilidade mais ampla possível de responsabilização das companhias na reparação dos prejuízos auferidos por seus investidores decorrentes de falhas informacionais⁹⁴. Contudo, esse cenário veio a se alterar já no início da década de 2010.

2.3. A doutrina contemporânea - *Halliburton Co. v. Erica John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014)

A *Halliburton Co.*, multinacional estadunidense do ramo petrolífero, foi fundada em 1919 e atualmente é uma das maiores fornecedoras mundiais de produtos e serviços para o setor de energia, além de prestadora de serviços de engenharia e construção⁹⁵. Entre junho de 1999 a dezembro de 2001, a companhia divulgou ao mercado declarações falsas sobre sua eventual responsabilidade em litígios relacionados ao amianto, bem como sobre a contabilização de sua receita esperada de certos contratos de engenharia e construção e os benefícios esperados de sua fusão com a *Dresser Industries*⁹⁶.

Já em 2001, a *Halliburton* emitiu novas declarações ao mercado buscando corrigir as falhas informacionais inicialmente divulgadas, por meio de comunicados à imprensa e arquivamentos na *Securities and Exchange Commission* em junho, agosto, outubro e dezembro

⁹³ O principal defensor dessa corrente foi o Prof. James Cox, da *Duke University School of Law*. Para tanto: COX, James D.. Making Securities Fraud Class Action Virtuous. *Arizona Law Review*, vol. 37, nº 4. Jul. 1977. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=10520>>. Acesso em 02 out. 2017.

⁹⁴ O Prof. Merritt Fox, da *Columbia Law School*, foi o maior expoente dessa corrente. Vide: FOX, Merritt B.. Understanding Dura. *Columbia Law and Economics Working Paper* nº. 279. Ago. 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=764432>>. Acesso em 30 set. 2017.

⁹⁵ HALLIBURTON COMPANY. *About Halliburton*. Disponível em: <<http://www.halliburton.com/en-US/about-us/default.page?node-id=hgbr8q6o>>. Acesso em 02 out. 2017.

⁹⁶ “(...) *Halliburton made false statements about three areas of its business: (1) Halliburton's potential liability in asbestos litigation, (2) Halliburton's accounting of revenue in its engineering and construction business, and (3) the benefits to Halliburton of a merger with Dresser Industries. (...) three general categories of alleged misstatements by Halliburton made during a class period of June 3, 1999, to December 7, 2001.*” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.)

de 2001⁹⁷. No mesmo período em que a companhia publicava suas retratações, suas ações listadas na *New York Stock Exchange* despencaram de US\$ 24.60, em maio de 2001, para US\$ 5.03, em janeiro de 2002, uma desvalorização correspondente a 79,55%.

GRÁFICO 5 – Cotação histórica HAL⁹⁸



Fonte: *New York Stock Exchange*

Diante dessas novas declarações que demonstravam que as primeiras divulgações ao mercado da *Halliburton* estavam equivocadas, e considerando a perda de valor dos seus investimentos decorrente da drástica queda na cotação de seus papéis na *New York Stock Exchange*, a *Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund Inc.* promoveu, em 2010, uma ação judicial contra *Halliburton Co.* em razão das falhas informacionais, com base na *Rule 10(b)* do *Securities Exchange Act of 1934*, bem como da *Rule 10b-5* emitida pela *Securities and Exchange Commission*⁹⁹. O requerente alegou que foi prejudicado ao negociar as ações da *Halliburton* em valores inflacionados entre 1999 e 2001, e que, quando da divulgação pela companhia das notas corrigindo suas falhas em 2001, auferiram relevantes prejuízos financeiros¹⁰⁰.

⁹⁷ “The allegedly corrective statements were made in press releases and SEC filings on June 28, 2001, August 9, 2001, October 30, 2001, and December 4-7, 2001. (...) Halliburton’s stock price declined following each of these statements.” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.)

⁹⁸ NEW YORK STOCK EXCHANGE. *Halliburton Company*. HAL. Disponível em: <<https://www.nyse.com/quote/XNYS:HAL>>. Acesso em 13 jan. 2019.

⁹⁹ UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.

¹⁰⁰ “It contends that investors lost money when Halliburton issued subsequent disclosures correcting the false statements and the market declined following the negative news.” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.)

A fim de obter a certificação de classe para as reivindicações da *Archidiocese* contra a *Halliburton*, quando o juiz responsável pela causa verifica se a ação cumpre os requisitos para tornar-se uma *class action*, ao invés de uma demanda individual, a *United States District Court* exigiu que o demandante comprovasse o “*loss causation*”¹⁰¹. Isto é, a corte distrital exigiu a comprovação de que as declarações da *Halliburton* referente às correções das informações falsas anteriormente divulgadas levaram à queda no preço das ações da companhia e resultaram em perdas para o *Archidiocese*.

Contudo, a corte distrital entendeu que o *Archidiocese* não conseguiu provar essenexo causal, negando a certificação. O demandante recorreu então ao *United States Court of Appeals for the Fifth Circuit* que, da mesma forma como a instância inferior, reprovou a certificação, mantendo a decisão da corte distrital¹⁰²:

“Sendo esse o caso, o tribunal distrital observou corretamente que o Autor tem um ônus adicional, porque não é suficiente apenas mostrar que o mercado declinou após uma declaração relatando notícias negativas. Devemos ter em mente que a principal preocupação quando se trata da presunção de confiança da fraud-on-the-market é se declarações supostamente falsas realmente inflaram o preço das ações da companhia. Ao confiar em um declínio no preço após uma divulgação corretiva como prova de causalidade, um autor precisa provar que sua perda resultou diretamente em razão da correção de uma declaração enganosa anterior; caso contrário, não haveria nenhuma alegada inferência de que a declaração original supostamente falsa causou uma inflação no preço inicial. Em outras palavras, o declínio no preço após uma divulgação corretiva deve levantar a

¹⁰¹ “*In order to obtain class certification on its claims, Plaintiff was required to prove loss causation, i.e., that the corrected truth of the former falsehoods actually caused the stock price to fall and resulted in the losses.*” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.)

¹⁰² “*The district court denied class certification because it found that Plaintiff failed to prove this causal relationship. (...) Plaintiff contends that the district court applied an erroneous standard for loss causation and required it to prove more than is required under law. Our review of the district court's order and the evidence leads us to conclude, however, that the district court fully understood loss causation under our precedent and correctly applied the legal standard. As we explain, the district court's decision was well supported and was not an abuse of discretion.*” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.)

inferência de que o preço foi realmente afetado por supostas declarações falsas anteriores.”¹⁰³

O que a corte de apelação indicou foi que não havia conexão necessária entre a divulgação pela *Halliburton* das informações que retratavam as declarações anteriores e a queda no valor de suas ações, visto que a desvalorização da cotação poderia ser “*resultado de mudanças nas circunstâncias econômicas, mudanças nas expectativas dos investidores, novos fatos específicos do setor ou específicos da companhia, condições*” ou outros fatores independentes da fraude”¹⁰⁴. Portanto, o *Archdiocese* deveria demonstrar à *United States Court of Appeals for the Fifth Circuit* que o seu prejuízo provavelmente resultou da correção específica da fraude e não por causa de alguma razão independente.

Pela mesma razão da falha informacional por parte da *Halliburton*, o *Erica P. John Fund, Inc.*, um outro fundo de investimento que também detinha ações da *Halliburton* no período em que foram feitas as divulgações corretivas, também chegou a ingressar com uma demanda contra a companhia no Poder Judiciário pelo descumprimento da mesma regulação. Da mesma forma como no caso do *Archdiocese*, o *United States District Court* não certificou a *class action* proposta pois o *Erica* “*não conseguiu estabelecer a loss causation com relação a qualquer*” de suas reivindicações, pelo qual, na ausência desse “*rigoroso requisito da loss causation*”, teria certificado a classe¹⁰⁵.

¹⁰³ Tradução livre do autor para: “*That being the case, the district court correctly noted that Plaintiff has an added burden because it is not enough merely to show that the market declined after a statement reporting negative news.[13] We must bear in mind that the main concern when addressing the fraud-on-the-market presumption of reliance is whether allegedly false statements actually inflated the company's stock price.[14] By relying on a decline in price following a corrective disclosure as proof of causation, a plaintiff need prove that its loss resulted directly because of the correction to a prior misleading statement; otherwise there would be no inference raised that the original, allegedly false statement caused an inflation in the price to begin with.[15] In other words, the decline in price following a corrective disclosure must raise an inference that the price was actually affected by earlier alleged misrepresentations.*” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.)

¹⁰⁴ “*(...) result of ‘changed economic circumstances, changed investor expectations, new industry-specific or firm-specific facts, conditions,’ or other factors independent of the fraud.*” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.)

¹⁰⁵ “*After reviewing the alleged misrepresentations and corrective disclosures, the District Court concluded that it could not certify the class in this case because EPJ Fund had ‘failed to establish loss causation with respect to any’ of its claims. The court made clear, however, that absent ‘this stringent loss causation requirement,’ it would have granted the Fund’s certification request.*” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011). Disponível em: <<https://www.supremecourt.gov/opinions/10pdf/09-1403.pdf>>. Acesso em 30 set. 2017.)

Tendo o *Erica* recorrido para o *United States Court of Appeals for the Fifth Circuit*, a corte de apelação manteve a decisão da corte distrital, indicando que, “*a fim de obter a certificação de classe em suas reivindicações, [Erica P. John Fund, Inc.] foi obrigado a provar a loss causation, ou seja, que a verdade corrigida das antigas falsidades realmente causou a queda do preço das ações e resultou nas perdas*” alegadas¹⁰⁶. Dessa forma, a corte decidiu que o *Erica* não cumpriu os “*requisitos para comprovar a loss causation na fase de certificação de classe*”¹⁰⁷. Por sua vez, a *Halliburton* contestou a demanda argumentando que as falsas declarações não tiveram “*impacto no preço*” de suas ações, argumento esse que, posteriormente, foi completamente rejeitado, inclusive por demonstrar confusão conceitual entre “*impacto no preço*” e a *loss causation*, esta última sendo o real pressuposto para as demandas baseadas na *Fraud-On-The-Market Theory*¹⁰⁸.

Após novo recurso apresentado pelo *Erica*, a demanda foi remetida à *Supreme Court of The United States* que, em 2011, nos termos do caso *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011), definiu que os detentores de valores mobiliários vítimas de fraudes no mercado de capitais não precisam provar a *loss causation* para obter a certificação de classe¹⁰⁹. Portanto, cumprindo-se os demais requisitos para propositura de uma *class action*, a demanda poderá ser certificada como uma ação coletiva ainda que não comprove, em um primeiro momento, a *loss causation*.

“*De acordo com a Corte de Apelações, no entanto, a incapacidade de provar a loss causation impediria que um requerente invocasse a presunção*”

¹⁰⁶ “[i]n order to obtain class certification on its claims, [EPJ Fund] was required to prove loss causation, i.e., that the corrected truth of the former falsehoods actually caused the stock price to fall and resulted in the losses.” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011). Disponível em: <<https://www.supremecourt.gov/opinions/10pdf/09-1403.pdf>>. Acesso em 30 set. 2017.)

¹⁰⁷ “Like the District Court, the Court of Appeals concluded that EPJ Fund had failed to meet the “requirements for proving loss causation at the class certification stage.” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011). Disponível em: <<https://www.supremecourt.gov/opinions/10pdf/09-1403.pdf>>. Acesso em 30 set. 2017.)

¹⁰⁸ “The lower court’s actual inquiry, Halliburton insists, was whether EPJ Fund had demonstrated ‘price impact’ – that is, whether the alleged misrepresentations affected the market price in the first place. (...) ‘Price impact’ simply refers to the effect of a misrepresentation on a stock price. Halliburton’s theory is that if a misrepresentation does not affect market price, an investor cannot be said to have relied on the misrepresentation merely because he purchased stock at that price. If the price is unaffected by the fraud, the price does not reflect the fraud. We do not accept Halliburton’s wishful interpretation of the Court of Appeals’ opinion. As we have explained, loss causation is a familiar and distinct concept in securities law; it is not price impact.” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011). Disponível em: <<https://www.supremecourt.gov/opinions/10pdf/09-1403.pdf>>. Acesso em 30 set. 2017.)

¹⁰⁹ “Securities fraud plaintiffs need not prove loss causation in order to obtain class certification.” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011). Disponível em: <<https://www.supremecourt.gov/opinions/10pdf/09-1403.pdf>>. Acesso em 30 set. 2017.)

refutável de confiança. Tal regra contraria a premissa fundamental da Basic - de que um investidor supostamente depende de uma declaração falsa, desde que isso se refletisse no preço de mercado no momento de sua transação. O fato de que uma perda subsequente pode ter sido causada por outros fatores além da revelação de uma declaração falsa não tem nada a ver com se um investidor se baseou na declaração falsa em primeiro lugar, seja direta ou presumivelmente através da Fraud-On-The-Market Theory. A loss causation não tem conexão lógica com os fatos necessários para estabelecer o predicado de mercado eficiente para a Fraud-On-The-Market Theory. A Corte de Apelações errou ao exigir que o EPJ Fund demonstrasse a causalidade da perda como condição para obter a certificação de classe.”¹¹⁰

Com a supressão da necessidade de comprovação do *loss causation* durante a certificação de classe, a ação proposta pelo *Erica* retornou à *United States District Court*, na qual o juiz distrital certificou a *class action*. Apesar das alegações da *Halliburton* de que o preço de suas ações negociadas não foi impactado pelas declarações falsas, o juiz distrital decidiu que a presunção de confiança afirmada no caso *Basic Inc. v. Levinson* se aplicava à certificação de classe sob a *Rule 23(b)(3)* da *Federal Rule of Civil Procedure* dos Estados Unidos da América.

A decisão foi confirmada pela *United States Court of Appeals for the Fifth Circuit*, visto que as evidências trazidas pela *Halliburton* de que o preço de suas ações não foi afetado pelas declarações falsas somente poderiam ser usadas no julgamento sobre os méritos para refutar a presunção de confiança, e não na fase de certificação de classe, com o propósito de impedi-la. O tribunal de apelação indicou que “*a evidência do impacto sobre os preços não se aplica à questão do predomínio de uma questão comum [sob a Rule 23(b)(3)] e, portanto, é apropriadamente considerada apenas sobre os méritos após a certificação da classe.*”¹¹¹

¹¹⁰ Tradução livre do autor para: “*According to the Court of Appeals, however, an inability to prove loss causation would prevent a plaintiff from invoking the rebuttable presumption of reliance. Such a rule contravenes Basic’s fundamental premise – that an investor presumptively relies on a misrepresentation so long as it was reflected in the market price at the time of his transaction. The fact that a subsequent loss may have been caused by factors other than the revelation of a misrepresentation has nothing to do with whether an investor relied on the misrepresentation in the first place, either directly or presumptively through the fraud-on-the-market theory. Loss causation has no logical connection to the facts necessary to establish the efficient market predicate to the fraud-on-the-market theory. The Court of Appeals erred by requiring EPJ Fund to show loss causation as a condition of obtaining class certification.*” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011). Disponível em: <<https://www.supremecourt.gov/opinions/10pdf/09-1403.pdf>>. Acesso em 30 set. 2017.)

¹¹¹ “*Accordingly, Halliburton’s price impact evidence does not bear on the question of common question predominance, and is thus appropriately considered only on the merits after the class has been certified.*” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v.*

Por essa razão, a *class action* foi submetida à *Supreme Court of The United States*, que, em 2014, em decisão histórica, julgou o caso *Halliburton Co. v. Erica John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014), havendo, a partir de então, uma mudança no trajeto da *Fraud-On-The-Market Theory*. Apesar de ainda se reconhecer o dano causado pela divulgação de informações equivocadas pela companhia, garantindo a respectiva possibilidade de seus acionistas pleitearem indenização pelos prejuízos causados, a partir deste caso houve um precedente que garantia à companhia contestar a alegação desse dano ainda na fase de certificação da *class action*.

Logo, a companhia poderia contestar as alegações dos investidores prejudicados ainda no início da demanda, demonstrando que as declarações falsas não distorceram a cotação de suas ações negociadas. “*Mesmo que os demandantes não precisem provar diretamente o impacto do preço para invocar a presunção do Basic [referindo-se ao julgamento do caso Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)], a Halliburton argumenta que os réus devem pelo menos ser autorizados a derrotar a presunção na fase de certificação de classe por meio da evidência de que a declaração falsa não afetou de fato o preço das ações*”¹¹², pelo qual a suprema corte concordou.

Logo, a partir de 2014, houve a possibilidade da companhia questionar a alegação de dano ainda na fase de certificação de classe, afastando a presunção de prejuízo por meio da demonstração de ausência de impacto da falha de informação no preço da ação:

“Há mais de 25 anos, acreditávamos que os demandantes pudessem satisfazer o elemento de confiança da causa de ação da Rule 10b-5 invocando a presunção de que uma declaração pública material distorceria o preço das ações negociadas em um mercado eficiente e que qualquer pessoa que compra as ações ao preço de mercado pode ser considerada como tendo feito isso com base na declaração falsa. Nós aderimos a essa decisão e recusamos modificar os pré-requisitos para invocar a presunção de confiança. Mas, para manter a consistência da presunção com os requisitos de certificação de classe da Rule 23 do Federal Rule of Civil Procedure, os réus devem ter

Halliburton Co., 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010). Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C12/12-10544-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.)

¹¹² “*Even if plaintiffs need not directly prove price impact to invoke the Basic presumption, Halliburton contends that defendants should at least be allowed to defeat the presumption at the class certification stage through evidence that the misrepresentation did not in fact affect the stock price. We agree.*” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Halliburton Co. v. Erica John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014). Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/opinions/13pdf/13-317_mlho.pdf>. Acesso em 30 set. 2017.)

uma oportunidade antes da certificação de classe para derrotar a presunção por meio de evidências de que uma suposta declaração falsa realmente não afetou o preço de mercado da ação.”¹¹³

Apesar da mudança de posicionamento, a *Supreme Court of The United States* ainda manteve a defesa a respeito da premissa de distorção do preço das ações negociadas no mercado de capitais quando da emissão de declarações falsas pelos seus emissores, de forma a reafirmar a presunção de confiança dos investidores baseado em um mercado eficiente:

“Os debates acadêmicos discutidos pela Halliburton não refutaram a modesta premissa subjacente à presunção de confiança. Mesmo os principais críticos da efficient-capital-markets hypothesis reconhecem que a informação pública geralmente afeta os preços das ações. (...) Embora a hipótese do mercado de capitais eficiente possa ter ‘recebido críticas substanciais desde o Basic,’ [referindo-se ao julgamento do caso Basic, Inc v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)] a Halliburton não identificou o tipo de mudança fundamental na teoria econômica que poderia justificar a anulação de um precedente com base no fato de que foi mal interpretado ou, desde então, foi superado por realidades econômicas.”¹¹⁴

Desde essa decisão, a doutrina jurídica passou a questionar as fragilidades da *Fraud-On-The-Market Theory*. Acredita-se que a teoria não contribuiu para a coibição de futuras fraudes, de forma a desestimular as companhias a divulgarem informações equivocadas,

¹¹³ Tradução livre do autor para: “*More than 25 years ago, we held that plaintiffs could satisfy the reliance element of the Rule 10b-5 cause of action by invoking a presumption that a public, material misrepresentation will distort the price of stock traded in an efficient market, and that anyone who purchases the stock at the market price may be considered to have done so in reliance on the misrepresentation. We adhere to that decision and decline to modify the prerequisites for invoking the presumption of reliance. But to maintain the consistency of the presumption with the class certification requirements of Federal Rule of Civil Procedure 23, defendants must be afforded an opportunity before class certification to defeat the presumption through evidence that an alleged misrepresentation did not actually affect the market price of the stock.*” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Halliburton Co. v. Erica John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014). Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/opinions/13pdf/13-317_mlho.pdf>. Acesso em 30 set. 2017.)

¹¹⁴ Tradução livre do autor para: “*The academic debates discussed by Halliburton have not refuted the modest premise underlying the presumption of reliance. Even the foremost critics of the efficient-capital-markets hypothesis acknowledge that public information generally affects stock prices. (...) Even though the efficient capital markets hypothesis may have ‘garnered substantial criticism since Basic,’ Halliburton has not identified the kind of fundamental shift in economic theory that could justify overruling a precedent on the ground that it misunderstood, or has since been overtaken by, economic realities.*” (SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Halliburton Co. v. Erica John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014). Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/opinions/13pdf/13-317_mlho.pdf>. Acesso em 30 set. 2017.)

tampouco veio a compensar os prejuízos dos investidores que sofreram os danos da falha informacional¹¹⁵. Da mesma forma, sob o ponto de vista da coibição via ressarcimento pela administração das companhias, entendeu-se como melhor solução reforçar mecanismos de governança a partir da Teoria da Agência¹¹⁶.

Alguns desses aspectos serão analisados no Capítulo 4, a respeito das potenciais consequências e eventuais efeitos contra intuitivos da responsabilização das companhias pelos prejuízos de seus investidores em caso de falhas informacionais defendida pela *Fraud-On-The-Market Theory*.

¹¹⁵ A esse respeito, o Prof. John Coffee, Jr., da *Columbia Law School*, demonstra diversos entraves que impossibilitaram a *Fraud-On-The-Market Theory* a cumprir seu papel compensatório e dissuasório no Mercado de capitais. Nesse sentido: COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.

¹¹⁶ O Prof. Merrit Fox, até então defensor da *Fraud-On-The-Market Theory* (conforme nota de rodapé 94), se retratou explicitamente alegando a não sustentação do que havia inicialmente defendido em 2005, passando a buscar uma nova solução para a coibição de fraudes no mercado de capitais por meio da Teoria da Agência. Vide: FOX, Merrit B. *Civil Liability and Mandatory Disclosure*. European Corporate Governance Institute. Law Working Paper n°. 109/2008. Out. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1115361>>. Acesso em 01 out. 2017.

3. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE O HISTÓRICO DO MERCADO EUROPEU: O caso Parmalat

A *Parmalat Finanziaria S.p.A.* foi, entre a década de 1980 até o início dos anos 2000, uma das líderes mundiais no mercado de laticínios e de alimentos, com ações negociadas na *Borsa Italiana S.p.A.* desde 1990, estando presente em mais de 30 países e contando com cerca de 36.000 colaboradores¹¹⁷, até vir a se envolver em “*uma das maiores e mais descaradas fraudes financeiras corporativas da história*”¹¹⁸. A partir da década de 90, a companhia assumiu um forte projeto de aquisições, quando o faturamento do grupo chegou a € 2,4 bilhões em 1995 e a € 2,8 bilhões em 1996, com aproximadamente 45% do volume de negócios proveniente da América Latina¹¹⁹.

Ao final de 2002, a *Parmalat* já representava um grupo com mais de 200 sociedades em aproximadamente 50 países, sendo controlada pela *Coloniale S.p.A.*, o veículo de investimento da família Tanzi, que detinha cerca de 51% do seu capital social¹²⁰. A companhia financiava essa expansão por meio da emissão de títulos de dívida, apesar de refletir em suas demonstrações financeiras significativo volume de caixa, o que acabou por despertar a

¹¹⁷ “*Parmalat Finanziaria S.p.A. is a Parma, Italy-based company, whose main operating subsidiary, Parmalat S.p.A. sells dairy products around the world, employs 36,000 people, and has world-wide operations in thirty countries, including the United States.*” (UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria S.p.A., Case n° 03 CV 10266 (PKC)*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/complaints/comp18527.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹¹⁸ “*The Securities and Exchange Commission today charged Parmalat Finanziaria S.p.A. (‘Parmalat’) with securities fraud. The Commission’s complaint, filed in U.S. District Court in the Southern District of New York, alleges that Parmalat engaged in one of the largest and most brazen corporate financial frauds in history.*” (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *SEC Charges Parmalat with Financial Fraud*. Litigation Release n°. 18527. Dez. 2003. Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18527.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹¹⁹ “*In the nineties, the Parmalat Group (herebelow, ‘Parmalat’) launched a new international acquisition campaign, which was particularly intense in South America. The group turnover was ITL 4,300 billion (Euros 2.4 billion) in 1995 and ITL 5,464 billion (Euros 2.8 billion) in 1996. Around 45 per cent of the turnover was generated in Latin America.*” (FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: the Parmalat Case*. European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper n°. 40, Maio 2005, p. 7. Disponível em: <www.ssrn.com/abstract=730403>. Acesso em 20 out. 2017.)

¹²⁰ “*At the end of 2002 Parmalat Finanziaria S.p.A. was the listed holding of a multinational food group made up of more than 200 companies spread around 50 countries. The group was a world leader in the markets of milk, dairy products and beverages. It operated 139 industrial plants and totalled more than 36,000 employees, with a consolidated turnover of Euros 7.6 billion. Parmalat Finanziaria was still controlled by Coloniale S.p.A., the instrument of the Tanzi family that held around 51 per cent of the share capital.*” (FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: the Parmalat Case*. European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper n°. 40, Maio 2005, p. 8. Disponível em: <www.ssrn.com/abstract=730403>. Acesso em 20 out. 2017.)

desconfiança do mercado, especialmente em razão da instabilidade da América Latina que resultou na inadimplência do governo da Argentina a seus títulos de dívida pública em 2001¹²¹.

*“A questão-chave que continua nos intrigando é por que o grupo continua a explorar o mercado para questões de dívida relativamente pequenas, mas muitas vezes bastante complexas, quando sua pilha de dinheiro continua a aumentar. (...) o grupo está, à primeira vista, perdendo dinheiro, executando um alto nível de endividamento total e caixa total. (...) essa necessidade de refinanciamento levanta questões sobre a geração de caixa subjacente do grupo.”*¹²²

Por essa razão, a emissão de novos títulos de dívida passou a não ser bem recepcionada pelos investidores, principalmente pela controversa estratégia da companhia de não utilizar recursos em caixa, fazendo com que a cotação de suas ações apresentasse uma queda de 45% decorrente dos rumores da emissão de novas captações de dívida.

*“O período de novembro de 2002 a fevereiro de 2003 reduziu o preço da Parmalat em 45% após o anúncio de emissões de bônus (...). Em nossa opinião, a especulação do mercado sobre a sustentabilidade da dívida e os procedimentos contábeis, fortemente negada por um comunicado de imprensa da empresa, combinada com uma comunicação de grupo mal programada, acentuou a reação do mercado.”*¹²³

¹²¹ A este respeito: MAURI, Arnaldo. *Argentina and Parmalat: Failures in the Protection-Net for Italian Savers*. Università degli Studi di Milano Economics, Business and Statistics Working Paper n°. 2005-08. Abril 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=706302>>. Acesso em 20 out. 2017.

¹²² Tradução livre do autor para: “The key issue which continues to perplex us is why the group continues to tap the market for relatively small, yet often quite complex debt issues, when its cash pile continues to rise. (...) the group is prima facie losing money by running a high level of total debt and total cash. (...) this need for re-financing raises questions as to the underlying cash generation of the group.” (MERRILL LYNCH. *The Straws That Break The Camel's Back*. Dez. 2002. Disponível em: <<https://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=StudiDownloadFree&filename=pdf%2F13606.pdf>>. Acesso em 20 out. 2017.)

¹²³ Tradução livre do autor para: “November 2002-February 2003 period saw Parmalat's price fall by 45%, following the announcement of bond issues (...). In our view, market speculation on debt sustainability and accounting procedures, strongly denied by a company press release, combined with poorly-timed group communication, accentuated the market reaction”, conforme relatório divulgado pelo banco de investimento UBS Warburg em 2003. (FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: the Parmalat Case*. European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper n°. 40, Maio 2005, p. 10-11. Disponível em: <www.ssrn.com/abstract=730403>. Acesso em 20 out. 2017.)

Diante desse cenário, em dezembro de 2003, os membros da família Tanzi, até então executivos da *Parmalat*, buscaram um fundo de *private equity* dos Estados Unidos da América para uma eventual aquisição alavancada da companhia. Após questionamentos sobre os recursos em caixa refletidos nas demonstrações financeiras, os executivos revelaram que o patrimônio da *Parmalat* era superfaturado e sua dívida subavaliada nos balanços, sendo esta última, na realidade, de € 10 bilhões¹²⁴.

Esse episódio levou a *Parmalat* a emitir um comunicado à imprensa, ainda no mesmo mês, indicando que os ativos em suas demonstrações financeiras auditadas de 2002 foram sobrevalorizados em pelo menos € 3,95 bilhões, visto ter forjado uma carta do *Bank of America* atestando a existência desses recursos em uma conta bancária de sua titularidade.

“A Parmalat Finanziaria S.p.A. comunica que, em 17 de dezembro de 2003, o Bank of America, N.A., filial de Nova York, informou à Grant Thornton, o auditor da Bonlat Financing Corporation, uma companhia sediada nas Ilhas Cayman e parte do Grupo Parmalat, que não tem ‘uma conta’ em nome da Bonlat.

Além disso, o Bank of America negou a autenticidade de um documento datado de 6 de março de 2003 que certificou a existência de valores mobiliários e valor líquido de aproximadamente € 3.950 milhões em 31 de dezembro de 2002 relativo à Bonlat. Este documento foi tomado como base para a certificação das contas da Bonlat em 2002.

A carta do Bank of America segue um pedido de informação feito na mesma data pela Grant Thornton.

¹²⁴ “On December 9, 2003, Calisto Tanzi, then Parmalat's Chairman and Chief Executive Officer, and his son Stefano Tanzi, a senior Parmalat executive, met with representatives from a New York City-based private equity and financial advisory firm regarding a possible leveraged buyout of Parmalat. During that meeting, in response to a comment by one of the Tanzis about liquidity problems at Parmalat, one of the New York firm's representatives noted that Parmalat's financial statements showed that the company had a large amount of cash. In response, Stefano Tanzi stated that the cash was not there, and that Parmalat really had only 500 million euros in cash. Later, Luciano Del Soldato, then Parmalat's Chief Financial Officer, joined the meeting. During a discussion of Parmalat's outstanding debt, Mr. Del Soldato stated that Parmalat's debt was actually 10 billion euros, much higher than the balance sheet showed. Mr. Del Soldato indicated that the balance sheet was incorrect because the company had not repurchased 2.9 billion euros of Parmalat bonds. The balance sheet falsely reflected that the bonds had been repurchased.” (UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria S.p.A.*, Case n° 03 CV 10266 (PKC). Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/complaints/comp18527.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.)

A informação acima foi fornecida à Parmalat pela CONSOB [Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, agência reguladora do mercado de capitais italiano] no final da tarde de 18 de dezembro de 2003.

Além do acima, a Companhia iniciou as verificações urgentes necessárias.”¹²⁵

No mesmo dia da divulgação desse posicionamento, o preço dos *American Depositary Receipts* (ADR) da *Parmalat* fechou em US\$ 0.40, com uma desvalorização de 68% em relação ao fechamento anterior – no ano de 2002, seu preço oscilou entre US\$ 1.10 a US\$ 3.40¹²⁶. A cotação das ações da companhia negociadas na bolsa de valores italiana apresentou vertiginosa queda, sendo negociadas em valores próximos a zero.

GRÁFICO 6 – Cotação histórica PARAF¹²⁷



Fonte: Chartered Financial Analyst (CFA) Institute

¹²⁵ Tradução livre do autor para: “*Parmalat Finanziaria S.p.A communicates that on 17 December 2003 Bank of America, N.A., New York Branch, informed Grant Thornton, the auditor of Bonlat Financing Corporation, a company based in the Cayman Islands and part of the Parmalat Group, that it does not have ‘an account’ in the name of Bonlat. Further, Bank of America denied the authenticity of a document dated 6 March 2003 that certified the existence of securities and liquidity amounting to approximately € 3,950 million as at 31 December 2002 relating to Bonlat. This document was taken as the basis for the certification of Bonlat’s 2002 accounts. The letter from Bank of America follows a request for information made on the same date by Grant Thornton. The above information was provided to Parmalat by CONSOB in the late afternoon of 18 December 2003. Further to the above, the Company has initiated the necessary urgent verifications.*” (UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *In re Parmalat Securities Litigation. Case n° 04 Civ. 0030 (LAK) ECF, p. 262.* Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1029/PARAF-01/2006725_r01c_0430.pdf>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹²⁶ “*On December 19, 2003, the price of Parmalat’s ADRs closed at 40 cents, down 85 cents — or 68 percent — from the previous close, on volume of 16,070 ADRs traded. Their price had fluctuated between \$3.4 and \$1.10 over the past year.*” (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *SEC Charges Parmalat with Financial Fraud. Litigation Release n°. 18527. Dez. 2003.* Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18527.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹²⁷ CFA INSTITUTE. *Financial Scandals, Scoundrels & Crises.* Parmalat. “Figure 1. Parmalat Stock Price, January 2002 to May 2004”. Disponível em: <<https://www.econcrises.org/2016/11/29/parmalat/>>. Acesso em 02 out. 2017.

Ainda em dezembro de 2003, o Poder Judiciário italiano declarou a *Parmalat S.p.A.* insolvente¹²⁸, submetendo-a à administração judicial, juntamente com a *Parmalat Finanziaria S.p.A.*, em janeiro de 2004¹²⁹. A partir dessas revelações, algumas *class actions* começaram a ser propostas nos Estados Unidos da América promovidas por advogados estadunidenses, atraindo os investidores italianos a buscarem a reparação de seus prejuízos sob aquela jurisdição¹³⁰ – “*uma mariposa é atraída para a luz, assim como um litigante é atraído para os Estados Unidos*”¹³¹.

As posteriores investigações da *Securities and Exchange Commission* nos Estados Unidos da América vieram a demonstrar que, de 1998 a 2002, a *Parmalat* e alguns de seus principais gerentes e diretores, incluindo os membros da família Tanzi, comercializaram cerca de US\$ 1,5 bilhões em títulos de dívida da companhia para investidores estadunidenses. Adicionalmente, de agosto a novembro de 2003, a *Parmalat* ofereceu fraudulentamente US\$ 100 milhões em *Senior Guaranteed Notes* baseados em demonstrações financeiras com ativos artificialmente valorizados e passivos subavaliados, além de indicar falsamente aos potenciais investidores que a companhia usou seus excessos de caixa para recomprar títulos de dívida no

¹²⁸ “*Il 24 dicembre 2003, la vecchia Parmalat SpA –una società distinta dall’attuale Parmalat SpA- è stata ammessa alla procedura di Amministrazione Straordinaria. Parmalat SpA è stata dichiarata insolvente il 27 dicembre 2003. La procedura di Amministrazione Straordinaria è stata estesa alle altre società del gruppo.*” (PARMALAT. *Investor Relations*. Contenzioso - Procedimenti giudiziari e arbitrali. Disponível em: <http://www.parmalat.net/it/investor_relations/contenzioso/>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹²⁹ “*Parmalat S.p.A e Parmalat Finanziaria S.p.A vengono sottoposte ad Amministrazione Straordinaria (gennaio 2004 – settembre 2005); questo periodo segue lo scandalo finanziario e il processo che avrebbe portato poi alla nuova Parmalat S.p.A.*” (PARMALAT. *Il Gruppo*. Storia. Disponível em: <http://www.parmalat.com/it/il_gruppo/storia/>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹³⁰ “*However, the Italian public learned from the mass-media shortly after Parmalat’s collapse that civil actions were being launched, at a speed unthinkable for Italy, by class-action lawyers in the US, and that those actions could also involve unsuspecting Italian investors.*” (FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: the Parmalat Case*. European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper n°. 40, Maio 2005, p. 3. Disponível em: <www.ssrn.com/abstract=730403>. Acesso em 20 out. 2017.)

¹³¹ “*As a moth is drawn to the light, so is a litigant drawn to the United States. If he can only get his case into their courts, he stands to win a fortune. At no cost to himself, and at no risk of having to pay anything to the other side. The lawyers there will conduct the case 'on spec' as we say, or on a 'contingency fee' as they say. The lawyers will charge the litigant nothing for their services but instead they will take 40% of the damages, if they win the case in court, or out of court on a settlement. If they lose, the litigant will have nothing to pay to the other side. The courts in the United States have no such costs deterrent as we have. There is also in the United States a right to trial by jury. These are prone to award fabulous damages. They are notoriously sympathetic and know that the lawyers will take their 40% before the plaintiff gets anything. All this means that the defendant can be readily forced into a settlement. The plaintiff holds all the cards.*” (UNITED STATES COURT OF APPEALS. *Smith Kline & French Laboratories Ltd and others v Bloch*, 2 All ER 72 (1983). Disponível em: <<http://unisetca.ipower.com/other/cs3/19832AER72.html>>. Acesso em 02 out. 2017.)

valor de € 2,9 bilhões, quando, na verdade, os referidos recursos em caixa não existiam e a recompra da dívida nunca havia sido feita, permanecendo em circulação¹³².

Por fim, ficou constatado que a *Parmalat* ocultou perdas, supervalorizou bens e registrou ativos inexistentes, além de ter subestimado sua dívida e desviado dinheiro da companhia para membros da família Tanzi. Em maio de 2008, a *Parmalat* firmou acordo com os requerentes da *class action* por meio do qual emitiu 10,5 milhões de ações da “nova” *Parmalat S.p.A.*, pós-reorganização societária, a serem subscritas pelos investidores prejudicados, além de assumir o custo de até US\$ 1,5 milhão para notificação dos membros da classe a respeito da celebração do acordo¹³³.

Isto é, apesar dos inúmeros benefícios pessoais auferidos pelos membros da família Tanzi por meio de práticas temerárias junto à administração da *Parmalat*¹³⁴, com notória participação pessoal na efetivação das fraudes, os custos na reparação dos prejuízos aos investidores acabaram sendo suportados pela própria companhia, sem o adequado efeito dissuasivo aos verdadeiros responsáveis pelo ilícito¹³⁵.

¹³² “From 1998 through 2002, Parmalat and certain of its top managers and directors, including Calisto Tanzi and its then Chief Financial Officer Fausto Tonna, actively marketed and sold nearly \$1.5 billion in notes and bonds to U.S. investors. (...) In August 2003 and continuing through November 2003, Parmalat fraudulently offered \$100 million of unsecured Senior Guaranteed Notes to U.S. investors by materially overstating the company's assets and materially understating its liabilities. As Parmalat acknowledged in a press release dated December 19, 2003, the assets in its 2002 audited financial statements were overstated by at least 3.95 billion euros (approximately \$4.9 billion at current exchange rates). In addition, during late 2003 Parmalat falsely stated to prospective U.S. bond and note investors that it used its ‘excess cash balances’ - which actually did not exist - to repurchase corporate debt securities worth 2.9 billion euros (approximately \$3.6 billion), when in fact it had not repurchased those debt obligations and they remained outstanding.” (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. SEC Charges Parmalat with Financial Fraud. Litigation Release n°. 18527. Dez. 2003. Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18527.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.)

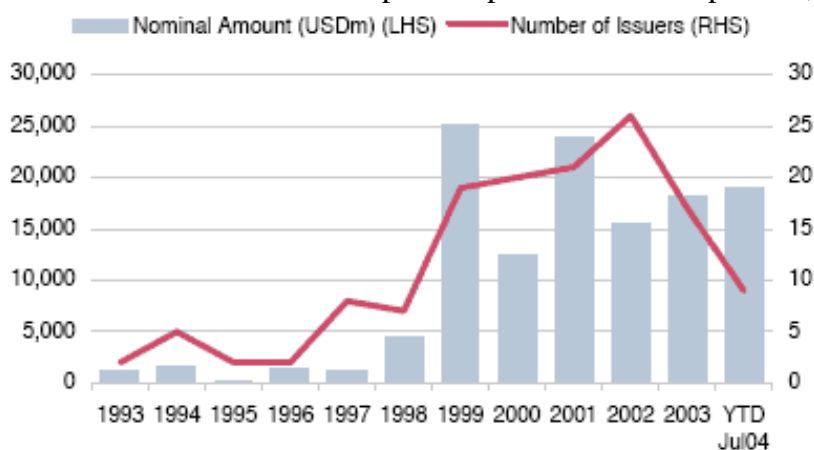
¹³³ “In full settlement of the claims arising in connection with the purchase or sale of securities of Parmalat that are or could have been asserted in the Securities Action against the Settling Defendant and in consideration of the releases specified in 4 below, the Settling Defendant stipulates that Lead Plaintiffs will be granted, on behalf of the Class, an allowed claim in the Parmalat reorganization proceedings in Italy that will result in the Class receiving 10,500,000 shares in Reorganized Parmalat.” (UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *In re Parmalat Securities Litigation*. Case n° 04 Civ. 0030 (LAK) 04 MD 1653, p. 11. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1029/PARAF-01/200851_r01s_0400030.pdf>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹³⁴ “This is what happened in the Parmalat case: Tanzi acknowledged to Italian authorities that Parmalat funnelled about Euro 500 million to companies owned by the Tanzi family, especially to Parmatour. The latter was not a subsidiary of Parmalat. It was an unlisted company owned by Nuova Holding, a Tanzi family investment company. (...) Prosecutors believe that Tanzi has funnelled over € 1.500 million to Parmatour and some other million to other Tanzi family owned companies.” (MELIS, Andrea. *Corporate Governance Failures. To What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?*. Set. 2004, p. 7. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=563223>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹³⁵ “Third, to have a deterrent effect, the person facing liability must actually be in control of the firm i.e. managers have to be personally liable. Typically, the defendant in a securities case is the issuer because of its deeper pockets. Individuals are rarely held personally liable, and typically only contribute to settlements financially when the corporation is insolvent, when there is no insurance coverage, or when they agree to do so to avoid criminal prosecution.” (GELTER, Martin. *Risk-shifting through issuer liability and corporate monitoring*. European Corporate Governance Institute. Working Paper Series in Law, n°. 228. Out. 2013, p. 10. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2335721>>. Acesso em 20 out. 2017.)

Como consequência contra intuitiva que acabou por prejudicar o mercado de capitais italiano, as exigências de melhores práticas de governança corporativa desde a revelação da fraude na *Parmalat* e as adaptações legislativas decorrentes¹³⁶ resultaram em uma queda relevante na capacidade de acesso das companhias à emissão de títulos publicamente ao mercado. Por essa razão, as companhias acabaram voltando seus esforços aos empréstimos junto às instituições financeiras¹³⁷.

GRÁFICO 7 – Emissão de títulos de dívida por companhias italianas por ano, 1993 - 2004¹³⁸



Fonte: *FitchRatings*

Ainda que, em mercados com propriedade concentrada de capital, a responsabilidade do próprio emissor por falhas informacionais possa criar significativos incentivos ao acionista majoritário no monitoramento contra fraudes¹³⁹, considerando ser ele

¹³⁶ Uma das propostas legislativas do governo italiano para buscar ajustar o resultado da insolvência da *Parmalat* foi a implantação de medidas urgentes de reestruturação industrial de grandes empresas em estado de insolvência, por meio do Decreto nº 347/2003 – conhecida como Lei de Marzano, em referência a Antônio Marzano, então ministro da indústria italiano à época -, concentrando o poder sobre a insolvência no Ministério da Indústria e no administrador nomeado. Vide: PARLAMENTO ITALIANO. *Decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347*. Disponível em: <<http://www.parlamento.it/parlam/leggi/decreti/03347d.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.

¹³⁷ “*Parmalat’s collapse helped illustrate fundamental breakdowns in Italian corporate governance and corporate finance, as a dominant shareholder (the Tanzi family) was able to avoid disciplinary constraints that incremental capital providers, such as minority shareholders and creditors, traditionally provide. Notwithstanding a clear shift in the composition of creditors to Italian companies over the last several years, the insolvency culture in Italy, even with the advent of the Marzano Law, continues to limit the ability of managements to orchestrate consensual restructurings with multiple and diffuse bank and bondholder creditors.*” (EYERMAN, Edward; PODESTA, Stefano; LOMBARDI, Giulio; ZORZI, Elisabetta. *Parmalat’s Restructuring: Implications for the Italian Corporate Bond Market*. FitchRatings. Set. 2004. Disponível em: <<https://www.theglobaltreasurer.com/2005/01/24/parmalats-restructuring-implications-for-the-italian-corporate-bond-market/>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹³⁸ EYERMAN, Edward; PODESTA, Stefano; LOMBARDI, Giulio; ZORZI, Elisabetta. *Parmalat’s Restructuring: Implications for the Italian Corporate Bond Market*. FitchRatings. Set. 2004. Disponível em: <<https://www.theglobaltreasurer.com/2005/01/24/parmalats-restructuring-implications-for-the-italian-corporate-bond-market/>>. Acesso em 01 out. 2017.

¹³⁹ “*To be sure, the compensation and deterrence rationales for corporate liability in fraud-on-the-market cases still have teeth with respect to shareholders who are undiversified. But the mere presence of some undiversified*

próprio o maior prejudicado em caso de condenação da companhia¹⁴⁰, os benefícios sociais da responsabilização das companhias são bastante duvidosos, considerando que não fornecem dissuasão adequada e têm efeitos redistributivos problemáticos¹⁴¹.

*“O caso Parmalat sintetiza o problema mais importante tradicionalmente associado às estruturas de governança da Europa Continental, ou seja, um acionista controlador que explora a empresa em vez de monitorar seus gerentes.”*¹⁴²

Portanto, diferentes formas de propriedade sobre o capital social das companhias resultam em fraudes com características distintas¹⁴³. Em mercados com dispersão acionária, os ilícitos estão tipicamente relacionados à manipulação dos resultados pelos administradores,

shareholders may not be sufficient to justify the lawsuit. This is because the standard deterrence and compensation benefits seem to apply only to undiversified shareholders. Therefore, these social benefits of the litigation decrease as the degree of diversification increases.” (ROSE, Amanda M.; SQUIRE, Richard C.. Intraportfolio Litigation. *Northwestern University Law Review*, vol. 105, p. 1679-1706. Fev. 2011, p. 1689. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1769946>>. Acesso em 20 out. 2017.)

¹⁴⁰ *“Blockholders should be both capable of and interested in preventing fraud, and in effective insurance plans. The reason is that issuer liability shifts a significant portion of the fraud risk on blockholders because their share in the company loses significant value from the payout after a judgment or settlement. (...) how issuer liability reallocates fraud risk and imposes it on different groups of shareholders, and how it creates incentives for them to avoid capital market fraud. I suggest that the critique developed in the US applies only against the backdrop of dispersed ownership, which is why its application in Europe is limited.”* (GELTER, Martin. *Risk-shifting through issuer liability and corporate monitoring*. European Corporate Governance Institute. Working Paper Series in Law, nº. 228. Out. 2013, p. 3-4. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2335721>>. Acesso em 20 out. 2017.)

¹⁴¹ *“Prior financial analyses’ faith in private litigation seemed misplaced, as the conventional legal academic view, which we share, is that securities litigation, at least as practiced within the United States, is seriously compromised. Private securities lawsuits in the United States (1) often provide meager returns to wronged plaintiffs, (2) usually do not visit their costs on the wrongdoing actors inside public firms, because the wrongdoers can usually transfer the costs to others, and (3) often just transfer losses from one innocent group of shareholders to another innocent group, with large fees obtained by the lawyers for both sides.”* (JACKSON, Howell Edmunds; ROE, Mark J.. *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*. *Harvard Public Law Working Paper*, nº. 0-28. Mar. 2009, p. 5. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1000086>>. Acesso em 20 out. 2017.)

“The fraud-on-the-market (FOTM) cause of action just doesn’t work. At least that is the consensus view among academics respecting the primary class action vehicle under the federal securities laws.” (BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L.. *The Political Economy of Fraud on the Market*. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, p. 69-168. Abr. 2011, p. 72. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1824324>>. Acesso em 20 out. 2017.)

¹⁴² Tradução livre do autor para: *“The Parmalat case epitomizes the most important problem traditionally associated with Continental European governance structures, namely a controlling shareholder that exploits the company rather than monitoring its managers.”* (FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: the Parmalat Case*. European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper nº. 40, Maio 2005, p. 2. Disponível em: <www.ssrn.com/abstract=730403>. Acesso em 20 out. 2017.)

¹⁴³ *“The real conclusion is that different systems of ownership encourage characteristically different styles of fraud.”* (COFFEE JR., John C.. *A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. And Europe Differ*. *Columbia Law and Economics Working Paper*, nº. 274. Mar. 2005, p. 15. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em 20 out. 2017.)

enquanto que naqueles com propriedade concentrada de capital, é comumente observável a exploração de benefícios privados do poder de controle pelos acionistas majoritários¹⁴⁴.

Neste último caso, a experiência do mercado europeu demonstra certa ausência de monitoramento para responsabilização dos próprios indivíduos em sistemas de governança corporativa caracterizados pela presença de um acionista controlador¹⁴⁵. A responsabilização dos próprios emissores não tem resultado na efetiva compensação aos investidores e tampouco incentivado os membros da administração das companhias a evitarem a divulgação de informações não fidedignas ao mercado¹⁴⁶.

¹⁴⁴ “*In dispersed ownership systems, corporate managers tend to be the rogues of the story, while in concentrated ownership systems, it is controlling shareholders who play the corresponding role. (...) Corporate managers tend to engage in earnings manipulation, while controlling shareholders tend to exploit the private benefits of control.*” (COFFEE JR., John C.. A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. And Europe Differ. *Columbia Law and Economics Working Paper*, nº. 274. Mar. 2005, p. 2. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em 20 out. 2017.)

¹⁴⁵ “*Empirical evidence seems to confirm the lack of the monitoring structure in making corporate insiders accountable in the presence of a corporate governance system characterized by a controlling shareholder.*” (MELIS, Andrea. *Corporate Governance Failures. To What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?*. Set. 2004, p. 22. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=563223>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹⁴⁶ “*As described in the previous section, issuer liability neither creates substantial social value by compensating investors, nor does it seem to incentivize management to avoid false information of securities market.*” (GELTER, Martin. *Risk-shifting through issuer liability and corporate monitoring*. European Corporate Governance Institute. Working Paper Series in Law, nº. 228. Out. 2013, p. 11. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2335721>>. Acesso em 20 out. 2017.)

4. A RESPONSABILIZAÇÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS POR FALHAS INFORMACIONAIS NO MERCADO SECUNDÁRIO

4.1. Os objetivos e racionais envolvidos

a. O objetivo compensatório

A busca pela responsabilização civil dos agentes envolvidos em eventual falha informacional no mercado de capitais que venha a gerar danos a terceiros encontra amparo na Lei nº 10.406/2002 (Código Civil), quando dispõe sobre o cometimento de atos ilícitos¹⁴⁷, considerando que a legislação especial é omissa a esse respeito¹⁴⁸. A referida legislação prevê que aquele que, por ação, omissão, negligência ou imprudência, vier a violar direito de terceiros, causando-lhe algum dano, é obrigado a repará-lo¹⁴⁹.

Portanto, há uma legítima tentativa de restabelecimento do equilíbrio jurídico-econômico por meio da punição dos infratores em favor daqueles que venham a ser prejudicados pelos seus atos, enquanto um elementar anseio por justiça. Busca-se, tanto quanto seja possível, recompor a situação econômica da vítima antes da lesão, isto é, o *status quo ante*, por meio da fixação de uma indenização proporcional ao dano sofrido¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Assume-se, para esse embasamento jurídico, que a relação entre o investidor, a companhia e outros agentes intermediários não caracteriza uma relação contratual, conforme nota de rodapé subsequente, bem como não se tratar de responsabilidade objetiva decorrente da atividade de risco desenvolvida, nos termos do Parágrafo Único do Código Civil, tampouco que seja aplicável o Código de Defesa do Consumidor (vide: ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneo*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 228-255.).

¹⁴⁸ Nem a Lei das Sociedades por Ações e tampouco a Lei do Mercado de Valores Mobiliários disciplinam os pressupostos da responsabilidade civil em caso de falhas informacionais. A esse respeito: “*Temática pouco desenvolvida no Brasil diz respeito à responsabilidade civil derivada do fornecimento de informações incorretas no prospecto. Não há, na legislação especial, nenhum regramento específico dos pressupostos da responsabilidade civil, dos legitimados ativos e passivos, dos requisitos para a demonstração de dano, nexo de causalidade e culpa. (...) Diferentemente do que ocorre em países como os Estados Unidos, a Inglaterra e a Alemanha, nos quais há previsões específicas sobre a responsabilidade do emissor de valores mobiliários, nossa legislação não traz nenhum dispositivo específico relativo à responsabilidade civil por prejuízos causados aos investidores. É necessário recorrer, portanto, ao regramento geral do Código Civil (‘CC’). (...) Em decorrência disso, devem ser analisadas as regras gerais relativas aos vícios dos negócios jurídicos e à responsabilidade civil previstas nos arts. 186 e 927 do CC.*” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Arts. 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 407.)

¹⁴⁹ Nos termos do Código Civil: “Art. 186. *Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.*” e, ainda, “Art. 927. *Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.*” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Brasília: 10 jan. 2002.)

¹⁵⁰ “*O anseio de obrigar o agente, causador do dano, a repará-lo inspira-se no mais elementar sentimento de justiça. O dano causado pelo ato ilícito rompe o equilíbrio jurídico-econômico anteriormente existente entre o agente e a vítima. Há uma necessidade fundamental de se restabelecer esse equilíbrio, o que se procura fazer recolocando o prejudicado no statu quo ante. Impera nesse campo o princípio da restitutio in integrum, isto é, tanto quanto possível, repõe-se a vítima a situação anterior à lesão. Isso se faz através de uma indenização fixada*

Surge, em razão da prática do ato ilícito, uma obrigação para o causador do dano, independentemente da sua vontade e, eventualmente, até mesmo contrária à sua intenção, de ressarcir a vítima. A lei impõe, dessa forma, uma obrigação-sanção ao agente que transgrediu a norma, como resultado necessário de seu comportamento infrigente¹⁵¹.

Por essa razão, os investidores que sofreram perdas significativas em razão de falhas informacionais têm buscado demandar em juízo as próprias companhias emissoras dos valores mobiliários para a reparação de seus prejuízos. Contudo, a experiência vivenciada pelos Estados Unidos da América a esse respeito tende a demonstrar que a responsabilização direta da companhia pelos prejuízos auferidos pelos seus acionistas, decorrentes da inobservância do dever de informação, tende a não representar um ressarcimento efetivo aos investidores.

A *NERA Economic Consulting*, “consultoria global especializada na aplicação de princípios econômicos, financeiros e quantitativos para desafios comerciais e jurídicos complexos”¹⁵², divulga anualmente relatório que demonstra os acordos firmados no âmbito do mercado capitais dos Estados Unidos da América. No último relatório completo disponível, referente ao ano de 2017, as liquidações de acordos firmados entre os demandantes das *class actions* e as companhias requeridas aumentou em mais de 30% em relação a 2016, chegando a 148 casos resolvidos, se aproximando do recorde de 150 demandas acordadas em 2007¹⁵³.

Apesar desse crescimento nas celebrações de acordos, seu valor médio para liquidação das ações coletivas caiu para menos de US\$ 25 milhões, correspondente a uma redução em cerca de dois terços em comparação com 2016, ajustada pela inflação.

GRÁFICO 8 – Valor médio dos acordos nas *class actions* envolvendo valores mobiliários¹⁵⁴

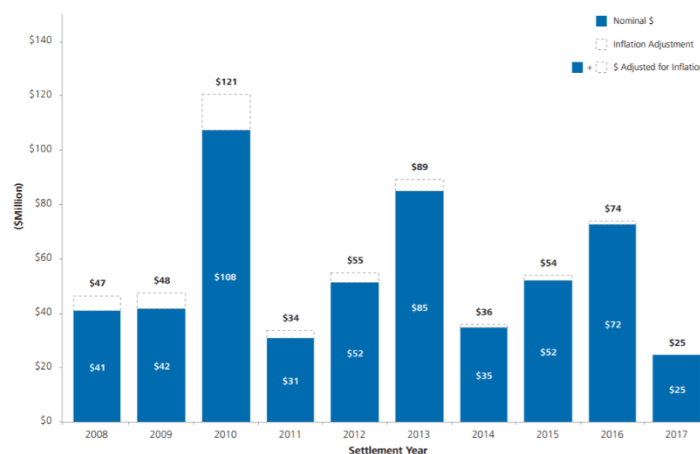
em proporção ao dano.” (CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 13.)

¹⁵¹ “(...) de uma obrigação-sanção que a lei lhe impõe como resultado necessário do comportamento infrigente de seus preceitos. Ao contrário do ato jurídico lícito, em que o efeito alcançado, para o direito, é o mesmo procurado pelo agente, no ato jurídico ilícito o resultado é o surgimento de uma obrigação que independe da vontade do agente e que, até, pode, como de regra acontece, atuar contra a sua intenção.” (THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Comentários ao novo Código Civil*. v. III, t. II. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 18.)

¹⁵² “NERA Economic Consulting is a global firm of experts dedicated to applying economic, finance, and quantitative principles to complex business and legal challenges.” (NERA ECONOMIC CONSULTING. *About Nera*. Disponível em: <<http://www.nera.com/about.html>>. Acesso em 04 out. 2017.)

¹⁵³ BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 17. Number of Resolved Cases: Dismissed or Settled. January 2008 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 22. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

¹⁵⁴ Desconsiderando casos relacionados à objeção de operações de fusão, aumento artificial do preço das ações e ofertas públicas de abertura de capital e liquidação de acordos com nenhum pagamento aos requerentes da classe.



Fonte: NERA Economic Consulting

Excluindo, exemplificativamente, pagamentos de acordos superiores a US\$ 1 bilhão, os acordos em 2017 representaram menos de 40% do valor médio de 2016, ou, ainda, 25% a menos do que a média mais baixa da última década, referente a 2011. Ajustado pela inflação, a liquidação média em 2017 dos acordos em ações coletivas envolvendo valores mobiliários foi a menor desde 2001¹⁵⁵.

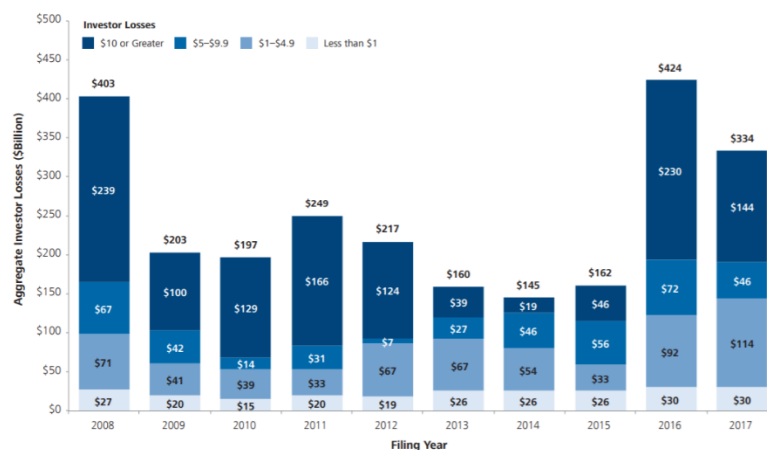
Ao mesmo tempo, as perdas agregadas dos investidores definidas pela NERA Economic Consulting foram de US\$ 334 bilhões em 2017, um aumento de 50% em relação à média de cinco anos de US\$ 222 bilhões. O ano de 2017 marcou o segundo ano consecutivo desde 2008 no qual os prejuízos aos investidores excederam US\$ 300 bilhões e, assim como em 2016, esses elevados números resultam da significativa quantidade de registros que alegam violações regulatórias pelas companhias emissoras de valores mobiliários, especialmente falhas informacionais decorrentes de violação à *Rule 10b-5*, emitida pela *Securities and Exchange Commission*, ou às *Section 11* e *Section 12* do *Securities Act of 1933*.

GRÁFICO 9 – Perdas agregadas dos investidores definidas pela NERA¹⁵⁶

Vide: BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 21. Average Settlement Value (\$ Million). January 2008 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 28. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

¹⁵⁵ Além dos acordos que superam o valor de US\$ 1 bilhão, para o referido cálculo foram também deconsiderados os casos relacionados à objeção de operações de fusão, aumento artificial do preço das ações em ofertas públicas de abertura de capital e liquidação de acordos com nenhum pagamento aos requerentes da classe. Vide: BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 22. Average Settlement Value (\$ Million). January 2008 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 29. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

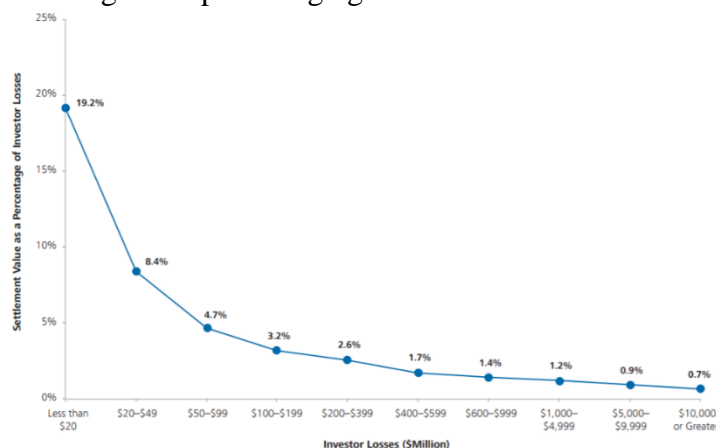
¹⁵⁶ BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 8. Aggregate NERA-Defined Investor Losses (\$ Billion). January 2008 – December 2017”.



Fonte: NERA Economic Consulting

Há, ao mesmo tempo, uma significativa tendência descendente em porcentagem de danos recuperados quanto maior é a perda auferida pelos investidores, de forma que os acordos de expressivos valores diminuem a quantidade de centavos a serem pagos por dólar perdido, visto não conseguirem acompanhar a escala cada vez mais crescente de prejuízos dos investidores.

GRÁFICO 10 – Mediana entre o valor médio de acordos nas *class actions* envolvendo valores mobiliários e a porcentagem de perdas agregadas dos investidores definidas pela NERA¹⁵⁷



Fonte: NERA Economic Consulting

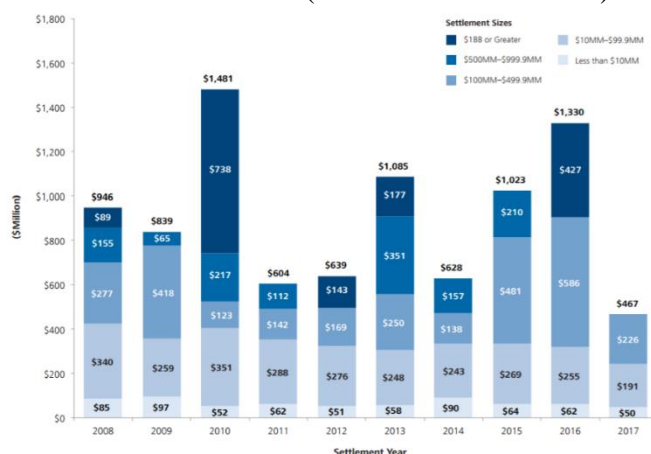
NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 12. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

¹⁵⁷ BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 28. Median of Settlement Value as a Percentage of NERA-Defined Investor Losses by Level of Investor Losses. January 1996 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 37. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

Em 2017, a relação média entre os valores dos acordos para encerramento das *class actions* e as perdas dos investidores definidas pela *NERA Economic Consulting* foi de apenas 2,6%¹⁵⁸. Além da baixa correspondência entre o valor fixado nos acordos e o efetivo prejuízo aos investidores, os valores das liquidações ainda precisam ser subtraídos dos custos totais que os investidores assumem: honorários e despesas dos advogados dos demandantes, honorários e despesas dos advogados de defesa, prêmios de seguro de responsabilidade civil (*Directors and Officers - D&O - liability insurance*) e possíveis custos de publicidade adversa.

Exemplificativamente, em 2017, os honorários e despesas dos advogados dos requerentes das *class actions* foram de US\$ 467 milhões, o que, apesar de uma queda de cerca de 65% comparativamente aos valores de 2016, ainda é menor do que a queda de cerca de dois terços no valor dos acordos para liquidação das referidas ações.

GRÁFICO 11 – Honorários e despesas dos advogados dos reclamantes agregados por tamanho dos acordos (em milhões de dólares)¹⁵⁹



Fonte: *NERA Economic Consulting*

A soma de todos esses custos se aproxima ou pode até mesmo exceder o valor acordado para recuperação dos danos aos investidores prejudicados¹⁶⁰. Portanto, há um evidente

¹⁵⁸ BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 29. Median NERA-Defined Investor Losses and Median Ratio of Settlement to Investor Losses. January 2008 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 38. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

¹⁵⁹ BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 34. Aggregate Plaintiffs’ Attorneys’ Fees and Expenses by Settlement Size (\$Million). January 2008 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 43. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

¹⁶⁰ “Moreover, these low percentages in the 2 to 3% range are before the subtraction of the full costs that investors bear: plaintiffs’ attorneys’ fees and expenses, defense counsels’ fees and expenses, D&O insurance premiums, and the possible costs of disruption, stigma, and adverse publicity – all of which inevitably also fall on the corporation’s shareholders. The sum of these costs approaches and could exceed the aggregate recovery.”

comprometimento entre a proposta da responsabilização da companhia, enquanto mecanismo de ressarcimento dos prejuízos aos seus investidores, e a efetiva reparação. A princípio, os ajuizamentos de ações de responsabilização dos emissores não resultam, de fato, em uma real recuperação líquida aos acionistas lesados, podendo, ao contrário, até mesmo agravar seus prejuízos.

b. O racional dissuasório

Sob a perspectiva da *Law and Economics*¹⁶¹, a prevenção de danos deve nortear os sistemas de direitos quando da implementação das normas de responsabilidade civil, pelo qual suas regras devem ter, como principal objetivo, a busca por influenciar no comportamento futuro dos agentes, tanto dos potenciais agressores como das eventuais vítimas:

*“Análise econômica é uma análise ex ante, enquanto a perspectiva jurídica é uma análise ex post. Quando eles avaliam um conjunto de danos, economistas não estão interessados principalmente no incidente que já ocorreu, mas naqueles que podem surgir no futuro. Eles estão preocupados com o efeito precedente no direito.”*¹⁶²

Portanto, sob essa corrente, o objetivo principal da responsabilidade civil não é propriamente o de indenizar ou compensar as vítimas dos seus possíveis prejuízos, mas sim dissuadir ou evitar comportamentos que possam causar danos. Há um deslocamento da função

(COFFEE JR., John C.. Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation. *Columbia Law and Economics Working Paper n.º. 293*. Out. 2006, p. 17. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 29 set. 2018.)

¹⁶¹ A *Law and Economics* representa, de forma abrangente, diversas correntes que buscam analisar os resultados do direito positivo com fundamento em análises econômicas, movimento esse representado principalmente pelas publicações do Prof. Ronald Coase, então da *University of Virginia*, e do Prof. Guido Calabresi, da *Yale Law School*, ainda na década de 1960. Vide: COASE, Ronald Harry. The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*, vol. 3, Out. 1960, p. 1-44. Disponível em: <<https://www.law.uchicago.edu/files/file/coase-problem.pdf>>. Acesso em 29 set. 2018.; CALABRESI, Guido. Some Thoughts on Risk Distributions and the Law of Torts. *The Yale Law Journal*, vol. 70, n.º. 4, Mar. 1961, p. 499-553. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3035&context=fss_papers>. Acesso em 29 set. 2018.

¹⁶² Tradução livre do autor para: “*Economic analysis is an ex ante analysis, whereas the legal perspective is an ex post analysis. When they assess an instance of damages, economists are not primarily interested in the incident that has already occurred, but in those that might arise in the future. They are concerned with the precedent effect of the law.*” (MATHIS, Klaus. Efficiency instead of justice? Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law. *Law and Philosophy Library*, v. 84. New York: Springer, 2009. p. 69.)

reparatória, que até então resultava da responsabilização dos autores que causaram o dano a terceiros, de forma a ressarcí-los, para uma função preventiva, de forma a reduzir os riscos¹⁶³.

A responsabilidade deixa de estar fundada propriamente na culpa do agente, passando a recair sobre o sujeito que, podendo ter evitado o dano, deixou de fazê-lo¹⁶⁴. As normas de responsabilidade civil atuam, então, como mecanismo de incentivo à adoção de condutas preventivas pelas partes envolvidas em situação de risco. Logo, o paradigma da compensação de danos é superado por um sistema de eficiência social, por meio de incentivos tanto para o potencial agressor quanto para a vítima, buscando evitar os danos ou, quando existentes, internalizá-los de acordo com a maior eficiência em termos econômicos e sociais¹⁶⁵.

Nesse sentido, o ordenamento jurídico deve, no âmbito da responsabilidade civil e de acordo com a Análise Econômica do Direito, buscar priorizar a prevenção à reparação de danos, por meio de princípios e regras que, diferentemente da mera análise da culpa, evite que as situações de risco resultem em danos a quaisquer agentes, por meio da alocação eficiente de responsabilidade. Diante dessa concepção, tratando-se da responsabilidade civil no mercado de capitais, a responsabilização das companhias pelos prejuízos aos seus investidores enquanto mecanismo de prevenção às falhas informacionais tende a também não se sustentar.

Ainda que a referida imputação de responsabilidade à companhia possa resultar em uma maior preocupação com as informações a serem divulgadas ao mercado, o crescimento reiterado e consecutivo das demandas contra emissores de valores mobiliários nos Estados Unidos da América demonstra que responsabilizar os emissores não tem funcionado enquanto mecanismo dissuasório. O relatório da *NERA Economic Consulting* apontou que as *class actions* envolvendo valores mobiliários em 2017 tiveram um aumento de 44% em relação a 2016, excedendo assim os ajuizamentos em qualquer ano no período analisado, de 1996 a 2017,

¹⁶³ “If the liability system has a real purpose today, it must lie in the creation of incentives to reduce risk.” (SHAVELL, Steven. *Foundations of Economic Analysis of Law*. Cambridge: Harvard University Press, 2004, p. 268.)

¹⁶⁴ Nesse sentido, o Prof. Guido Calabresi, da *Yale Law School*, um dos precursores da Análise Econômica do Direito, já apontava para uma análise da responsabilidade civil baseada nos menores custos de prevenção, por meio dos “custos dos acidentes”. Vide: “Assume that the cheapest short run way of minimizing the sum of accident costs and of the costs of avoiding accidents involving pedestrians and cars is to have rubber bumpers rather than to have pedestrians wear fluorescent clothes. In a world of costless transactions rubber bumpers would become established in the market regardless of liability rules, regardless of whether cars or pedestrians bore the loss initially. Since transactions cost money, the short run effect would in fact be quite different, depending on who was held liable. Making the car owner liable would establish the proper number of rubber bumpers. This would be the desired short run resource allocation, unless, of course, the cost of establishing car owner liability were too great relative to the gains it brought about.” (CALABRESI, Guido. Transaction costs, resource allocation and liability rules – a comment. *The Journal of Law and Economics*, v. 11, p. 67-73, 1968. p. 71-72. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4752&context=fss_papers>. Acesso em 29 set. 2018.)

¹⁶⁵ MATHIS, Klaus. Efficiency instead of justice? Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law. *Law and Philosophy Library*, v. 84. New York: Springer, 2009. p. 78.

exceto quanto ao ano de 2001, quando um número anormalmente alto de casos de ofertas públicas de abertura de capital foi registrado¹⁶⁶.

O levantamento refletiu a mais rápida taxa de crescimento desde o ano de 2007, de forma que o arquivamento de demandas contra companhias abertas cresceu 89% nos últimos dois anos, uma taxa inédita desde 1998. O nível de ajuizamento em 2017 também foi bem acima da média desde o *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*¹⁶⁷, de aproximadamente 244 casos por ano, e 84% maior do que a taxa média dos últimos cinco anos.

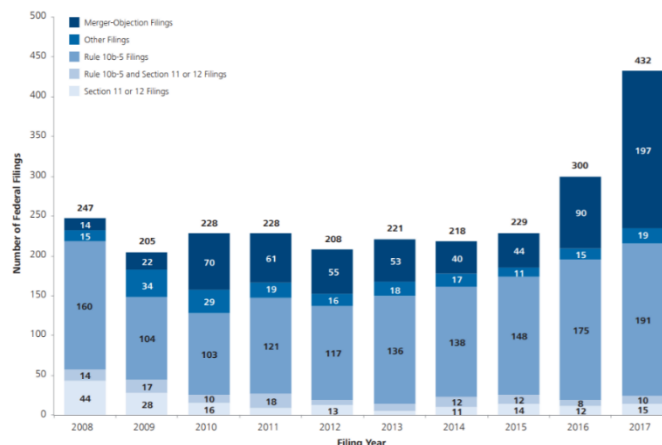
No ano de 2017, as demandas envolvendo a *Rule 10b-5*, emitida pela *Securities and Exchange Commission* para disciplinar a divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais, representaram o maior valor absoluto na última década, que vem aumentando sucessivamente desde 2012, chegando em 2017 a 191 casos, um aumento de mais de 9% comparativamente a 2016. Conjuntamente com as alegações de violação das *Section 11* e *Section 12* do *Securities Act of 1933*, a quantidade de *class actions* arquivadas em 2017 chega a 201.

GRÁFICO 12 – *Class actions* envolvendo valores mobiliários nos Estados Unidos da América segregadas por assunto¹⁶⁸

¹⁶⁶ BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 1. Federal Securities Class Action Filings. January 1996 – December 2017”. Jan. 2018, p. 2. NERA Economic Consulting. Jan. 2018. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

¹⁶⁷ O *Private Securities Litigation Reform Act of 1995* (PSLRA) foi uma das iniciativas aprovada pelo Congresso dos Estados Unidos da América para conter o arquivamento de ações judiciais em valores mobiliários de valores frívolos ou indevidas. O PSLRA aumentou a quantidade de evidências que os requerentes devem apresentar antes de apresentar um caso de fraude de valores mobiliários nos tribunais federais, alterando também a forma como os processos judiciais por meio de *class actions* são tratados, garantindo aos juízes autoridade para determinar quais são os demandantes aderentes à classe e tomar outras medidas para reduzir os abusos do sistema legal. Um dos objetivos da lei foi buscar manter a eficiência do sistema legal e reduzir o risco de litígios para companhias que enfrentaram esses tipos de processos reiteradamente. Nesse sentido: U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES. Public Law 104–67—DEC. 22, 1995. *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*. Pennsylvania: 20 dez. 1996. Disponível em: <<https://www.congress.gov/104/plaws/publ67/PLAW-104publ67.pdf>>. Acesso em 29 set. 2018.

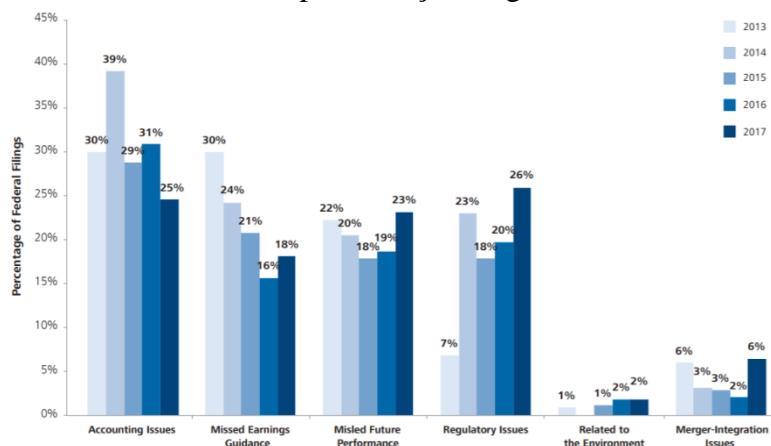
¹⁶⁸ BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 3. Federal Filings by Type. January 2008 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 5. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.



Fonte: NERA Economic Consulting

O relatório aponta que foram arquivadas 56 ações coletivas alegando violação à regulamentação do mercado de capitais em razão de declarações falsas em 2017, uma quantidade 43% maior que a apresentada em 2016. Esses casos de falhas informacionais dos emissores de valores mobiliários representaram um total de US\$ 163,2 bilhões em perdas aos investidores, de acordo com os parâmetros definidos pela NERA Economic Consulting, ou quase metade do total das perdas registradas em 2017.

GRÁFICO 13 – Tipos de deturpações alegadas nas *class actions* envolvendo valores mobiliários por violações regulatórias¹⁶⁹



Fonte: NERA Economic Consulting

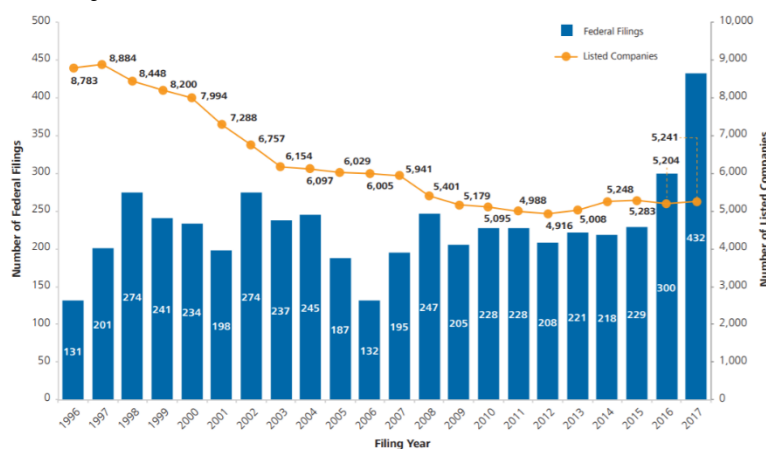
¹⁶⁹ Considerando, para tanto, as *class actions* com demandas relacionadas à violações da *Rule 10b-5*, emitida pela *Securities and Exchange Commission*, ou das *Section 11* e *Section 12* do *Securities Act of 1933*. Vide: BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 11. Types of Misrepresentations Alleged. January 2013 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 15. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

Esse cenário de maior litigância contrasta com a quantidade de companhias abertas listadas no mercado de capitais dos Estados Unidos da América, que vem apresentando certa estagnação após um longo período de constante queda, considerando as bolsas de valores *New York Stock Exchange* e *Nasdaq Stock Market*.

Portanto, a contrário senso de um provável movimento descendente no ajuizamento de ações coletivas contra companhias abertas por inobservância do dever de informação, considerando a redução do total de participantes do mercado de capitais, o histórico estadunidense demonstra que as demandas de investidores contra emissores de valores mobiliários têm aumentado.

Tanto é assim que as *class actions* envolvendo valores mobiliários registradas em 2017 nos Estados Unidos da América envolveram aproximadamente 8,2% das companhias de capital aberto, quase o dobro da taxa de 2014, de 4,2%. A probabilidade de um emissor de valores mobiliários ser demandado em razão de inobservância da *Rule 10b-5* foi de 4,1% no último ano, superior à probabilidade média de 3,0% entre 2000 e 2002.

GRÁFICO 14 – Quantidade de companhias listadas nas bolsas de valores estadunidense comparativamente ao ajuizamento de *class actions* envolvendo valores mobiliários no país¹⁷⁰



Fonte: NERA Economic Consulting

Sendo assim, a expectativa de que, atribuindo responsabilidade civil à companhia por falhas informacionais, acabaria por resultar em maior diligência na observância do dever de informar, não tem apresentado um bom desempenho. O aumento reiterado das ações coletivas contra os emissores de valores mobiliários na experiência estadunidense demonstra

¹⁷⁰ BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 2. Federal Filings and Number of Companies Listed on US Exchanges. January 1996 – December 2017”. NERA Economic Consulting. Jan. 2018, p. 3. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

que a suposta dissuasão às violações regulatórias não tem se efetivado, isto é, a responsabilização das próprias companhias abertas não parece eficaz para superação da veiculação de informações não fidedignas ou omissão diante de atos ou fatos relevantes no mercado secundário.

4.2. Prováveis externalidades

Em razão da performance insatisfatória da responsabilização das companhias abertas, decorrente de eventuais falhas informacionais no âmbito do mercado secundário, na efetiva reparação dos investidores prejudicados, bem como na observância das normas regulatórias correspondentes ao dever de informação, essa estratégia processual tem sido bastante criticada pela literatura jurídica¹⁷¹. Os argumentos para tanto têm se fundamentado nas consequências negativas resultantes dessa responsabilização dos emissores de valores mobiliários, em diversos aspectos prejudiciais ao mercado de capitais, às companhias abertas e, principalmente, aos próprios investidores, que, a princípio, deveriam se beneficiar do resultado dessas demandas.

Por esse motivo, com base no histórico de três décadas da *Fraud-On-The-Market Theory*, desde a sua consolidação pela *Supreme Court of The United States* em 1988¹⁷², e tendo como referência o levantamento bibliográfico acerca dos desafios à reparação de prejuízos aos investidores nos Estados Unidos da América e na União Europeia, considerando as incursões já perseguidas pelos autores estrangeiros a esse respeito, este capítulo pretende abordar os principais efeitos contra intuitivos da responsabilização das companhias abertas no mercado secundário por falhas informacionais, sem, contudo, ter a pretensão de esgotá-los.

a. Assunção dos custos judiciais e da condenação

A responsabilização primária dos emissores de valores mobiliários por inobservância do dever de informar representa a atribuição dos custos envolvidos nas ações judiciais, desde as despesas relacionadas às custas judiciais a até uma possível condenação, às companhias demandadas. Por esse motivo, em última instância, essas despesas serão arcadas

¹⁷¹ Vide, por todos: COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Oct. 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.

¹⁷² Conforme demonstrado anteriormente, a respeito da posição da suprema corte no julgamento do caso *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

indiretamente pelos próprios acionistas da companhia que compuserem seu quadro societário quando da propositura da demanda judicial e da sentença, considerando que são eles os legítimos titulares das ações de emissão da companhia, que correspondem a frações do seu patrimônio líquido¹⁷³.

A eventual indenização resultaria apenas em um *pocket-shifting*, isto é, uma mudança de bolsos, pelo qual os acionistas que remanescerem na composição societária da companhia, ao assumirem os custos judiciais, irão transferir parte de seu patrimônio para compensar a perda dos investidores que propuseram a demanda de responsabilização civil contra a companhia¹⁷⁴. Qualquer desembolso por parte do emissor de valores mobiliários representa redução em seu patrimônio, o que significa, conseqüentemente, perda no valor do investimento dos seus acionistas em benefício daqueles demandantes legitimados a receberem uma possível indenização¹⁷⁵.

O resultado dessas demandas, portanto, é que os seus custos recaem em acionistas amplamente diversificados, sem qualquer correlação com a efetiva prática da falha informacional¹⁷⁶. Punir as próprias companhias e, conseqüentemente, seus acionistas, ainda que possa incentivar precauções adicionais por esses agentes, seria como tentar impedir um roubo, impondo penas às vítimas por sua negligência em terem sido roubadas, sem de fato contribuir no desestímulo à prática de fraude ao mercado de capitais, cometida pelos diretores corporativos a quem compete a divulgação das informações.

¹⁷³ “Rather, because the costs of securities class actions – both the settlement payments and the litigation expenses of both sides – fall largely on the defendant corporation, its shareholders ultimately bear these costs indirectly and often inequitably.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006, p. 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹⁷⁴ “[w]hatever compensation comes via class actions in open market cases is funded directly or indirectly by other innocent investors, creating a system of pocket-shifting that takes little money out of the hands of those natural persons who contrived the fraud.” (LANGEVOORT, Donald. *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*. *Arizona Law Review*, v. 38, 1996, p. 642.)

No mesmo sentido: ARLEN, Jennifer; CARNEY, William J.. *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*. *University of Illinois Law Review*, v. 1992, n° 3, 1992, p. 698-700. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2042097>>. Acesso em 01 out. 2017.

Ou ainda: MAHONEY, Paul G.. *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*. *Virginia Law Review*, v. 78, n° 3, 1992, p. 635. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1073461>>. Acesso em 01 out. 2017.

¹⁷⁵ COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary. *Securities Regulation – Cases and materials*. 12ª ed. New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2012, p. 1.046.

¹⁷⁶ “(...) securities litigation imposes costs on investors because of harm done to investors – without recognizing that the victim is again bearing the costs of its own injury.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006, p. 8. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

“(...) no caso pelo menos da class action de valores mobiliários do "mercado secundário", as vítimas e os acionistas são em grande parte os mesmos (pelo menos se assumimos que os acionistas sejam diversificados). Assim, a responsabilidade empresarial nesse contexto é uma estratégia semelhante à de punir as vítimas de roubo por não terem adotado maiores precauções. Embora esta estratégia possa produzir algum monitoramento aprimorado, ofende tanto as normas sociais quanto o senso público de justiça para punir a vítima. Assim, quanto mais essa estratégia se tornar transparente, mais previsivelmente encontrará resistência política e judicial. Nem é punindo a vítima terrivelmente eficaz, pois as vítimas geralmente não são as pessoas mais adequadas para detectarem e prevenirem a ofensa (o que, em última análise, é o motivo pelo qual elas se tornaram vítimas).”¹⁷⁷

Além do mais, esses acionistas remanescentes no quadro societário da companhia terão potencializado seus prejuízos, visto que, além de ratearem indiretamente a indenização aos investidores que ingressaram com a ação, em geral, sofrerão ainda com eventual desvalorização de suas ações¹⁷⁸. A queda da cotação das ações tende a ser desproporcional à perda patrimonial da companhia, sendo a primeira significativamente superior em razão da repercussão negativa no mercado da propositura da demanda contra a companhia¹⁷⁹.

¹⁷⁷ Tradução livre do autor para: “(...) in the case of at least the “secondary market” securities class action, the victims and the shareholders are largely the same (at least if we assume the shareholders to be diversified). Thus, enterprise liability in this context is a strategy akin to that of punishing the victims of burglary for their failure to take greater precautions. Although this strategy might produce some enhanced monitoring, it offends both social norms and the public’s sense of fairness to punish the victim. Thus, the more this strategy becomes transparent, the more it will predictably encounter both political and judicial resistance. Nor is punishing the victim terribly effective, as victims are generally not the best suited persons to detect and prevent the offense (which is ultimately why they became victims).” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 38. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹⁷⁸ “(...) the costs of such litigation tend to fall more on the innocent than the guilty. As a result, the market reacts adversely to the action’s filing because it expects that the eventual settlement of the action will be borne by the shareholders as a group.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 7. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

¹⁷⁹ Alguns estudos procuraram demonstrar que as *class actions* de fraudes relacionadas aos valores mobiliários são frívolas, baseando-se na reação positiva no preço das ações quando do desenvolvimento de políticas que buscam restringir tais litígios, como o *Private Securities Litigation Reform Act of 1995* (PSLRA) mencionado na nota de rodapé 167.

Vide, para tanto: SPIESS, D. Katherine; TKAC, Paula A.. *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: The stock market casts its vote. Managerial and Decision Economics*, 1977, p. 545-561. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/23736051_The_Private_Securities_Litigation_Reform_Act_of_1995_The_stock_market_casts_its_vote/citations>. Acesso em 01 out. 2017.

O próprio acionista prejudicado autor da *class action* que ainda permanecer no quadro acionário da companhia terá que descontar do possível valor da indenização o prejuízo dessa provável desvalorização de suas ações. Logo, mesmo para aqueles acionistas que receberam indenização, em geral, a responsabilização das próprias companhias pelos danos decorrentes de sua falha informacional representa, na prática, um prejuízo a esses mesmos acionistas.

Evidente que, tratando-se de estruturas societárias com concentração de capital, em que haja um acionista ou grupo controlador, esses prejuízos serão suportados por eles em maior escala, o que poderia resultar em maior estímulo à observância das disposições regulatórias por parte da companhia. Contudo, essa via transversa para buscar-se um maior *enforcement* das normas relativas ao dever de informação resulta em internalização inadequada de custos na companhia¹⁸⁰ e, indiretamente, em seus acionistas, especialmente ao considerarmos que a legislação já atribui a responsabilidade de divulgação das informações relevantes ao diretor de relação com investidores nas companhias abertas¹⁸¹ e que o ordenamento jurídico já dispõe expressamente sobre a ação de responsabilização dos seus controladores, especialmente nos casos em que tenha induzido os administradores à prática de atos ilícitos ou ao descumprimento de seus deveres¹⁸².

No mesmo sentido: JOHNSON, Marilyn F.; KASZNIK, Ron; NELSON, Karen K.. Shareholder Wealth Effects of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995. *Review of Accounting Studies*, Jul. 2000. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=229389>>. Acesso em 01 out. 2017.

Analisando os estudos citados acima: CHOI, Stephen J.. The Evidence on Securities Class Actions. *UC Berkeley Public Law Research Paper*, nº 528145, Abril 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=528145>>. Acesso em 01 out. 2017.

¹⁸⁰ O Prof. Merrit B. Fox, da *Columbia Law School*, demonstra que o mesmo nível de dissuasão pode ser alcançado de forma mais efetiva e com menor custo, impondo responsabilidade diretamente aos gerentes. Vide: FOX, Merrit B. *Civil Liability and Mandatory Disclosure*. European Corporate Governance Institute. Law Working Paper nº. 109/2008. Oct. 2008, p. 41-70. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1115361>>. Acesso em 01 out. 2017.

¹⁸¹ “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (...) § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília: 15 dez. 1976.)

“Art. 45. O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

¹⁸² “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...) e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;” (BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília: 15 dez. 1976.)

“Art. 46. A responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor pela violação das normas

Por fim, no caso de companhias listadas em bolsas de valores estrangeiras, como no mercado de capitais dos Estados Unidos da América, pode acontecer ainda de o acionista nacional ter um prejuízo duplo¹⁸³. Caso a companhia seja demanda perante a jurisdição estrangeira pela prática de ilícitos informacionais, eventual condenação ou celebração de acordo para pagamento de indenização aos detentores de certificados de ações negociadas na bolsa de valores no exterior poderá representar prejuízos adicionais aos acionistas nacionais que, ainda que tenham sofrido danos semelhantes àqueles, estavam sujeitos a remédios jurídicos distintos, podendo ser obrigados a uma transferência de recursos para suportar as indenizações aos investidores estrangeiros¹⁸⁴.

b. Ausência de benefício direto para a companhia

Tratando-se do mercado secundário, isto é, não se levando em consideração as emissões públicas de valores mobiliários, quaisquer distorções nas informações divulgadas ou omitidas pelas companhias abertas que venham a afetar o valor das suas ações negociadas em bolsa de valores produzirão efeitos apenas entre os próprios acionistas, sem representar qualquer benefício direto à companhia¹⁸⁵. Portanto, eventuais violações ao dever de informação

legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

¹⁸³ “(...) *type of wealth transfers that affect the whole universe of cross border litigation and with implication to much larger and more frequent wealth transfers. (...) The fact that investors holding securities from the same companies suffered similar damages but were subject to such distinct legal remedies raises efficiency and fairness concerns for international securities markets.*” (GORGA, Érica. The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The case of brazilian corporations and the “Double Circularity” problem in transnational securities litigation. *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 16.1. Jan. 2015, p. 137. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2522580>>. Acesso em 19 out. 2017.)

¹⁸⁴ “*The problem with the current regime of transnational securities litigation is more severe because, in addition to the classical circularity problem, it comprises an extra level of double taxation on foreign shareholders who already suffered from the same fraud, are not being compensated for their financial losses, and still bear the pro rata burden of payment to U.S. investors. This scenario constitutes a ‘double circularity problem’ for foreign shareholders who suffered equivalent damages to the U.S. class that is being compensated. This double circularity problem thus raises the question of whether foreign securities holders should bear twice the costs of failures of a company’s corporate governance practices*”. Acrescenta ainda que “*In fact, these investors, who usually don’t enjoy the same antifraud protections overseas — due to the lack of appropriate law or enforcement mechanisms — are compelled to accept, to their detriment, wealth transfers from their investment to U.S. investors. In this fashion, Morrison [v. National Australia Bank Ltd.] leads to (i) non pro rata shareholder compensation, and (ii) wealth transfers from foreign to U.S. investors.*” (GORGA, Érica. The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The case of brazilian corporations and the “Double Circularity” problem in transnational securities litigation. *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 16.1. Jan. 2015, p. 137-138, 141. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2522580>>. Acesso em 19 out. 2017.)

¹⁸⁵ “*In the typical secondary market case, the corporation is not selling its securities and thus does not receive any ‘direct benefit’ (in the Commission’s phrase) when its managers inflate its earnings and stock price (usually for their own benefit).*” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 6. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

por parte dos diretores da companhia não representarão vantagem para o emissor de valores mobiliários, mas apenas, se e quando acontecer, para os investidores que negociarem as ações quando da sua supervalorização ou depreciação.

Se a companhia não auferir qualquer ganho em decorrência da falha informacional, qualquer sanção a ela direcionada não representa efetivamente punição dos possíveis culpados. Inclusive, com base nessa perspectiva, a *Securities and Exchange Commission* emitiu, em 2006, uma declaração a respeito da aplicação de penalidades financeiras aos participantes do mercado, demonstrando sua preocupação em identificar “*se a violação do emissor forneceu um benefício impróprio aos acionistas, ou, inversamente, se a violação resultou em danos aos acionistas*”, sendo que, neste último caso, a referida Comissão iria penalizar individualmente os culpados pelos prejuízos aos investidores¹⁸⁶.

Dessa forma, a agência reguladora do mercado de capitais estadunidense estabeleceu como princípios definidores para uma eventual penalidade financeira às companhias, quando da inobservância da regulação do mercado de valores mobiliários, que elas próprias tenham se beneficiado da fraude, bem como que a sanção tenha a efetiva capacidade de reparação aos acionistas prejudicados.

“Com esse princípio em mente, nossa visão da adequação de uma penalidade à corporação em um caso particular, diferentemente dos indivíduos que cometem uma violação da lei de valores mobiliários, se volta principalmente para duas considerações:

A presença ou ausência de um benefício direto para a corporação como resultado da violação. O fato de que uma corporação em si tenha recebido um benefício direto e material do delito, por exemplo, por meio de redução de despesas ou aumento de receita, pesa em apoio à imposição de uma penalidade corporativa. Se a corporação é de qualquer outra forma injustamente enriquecida, isso também pesa no apoio à imposição de uma penalidade corporativa. (...)

¹⁸⁶ “*As this discussion indicates, a key question for the Commission is whether the issuer’s violation has provided an improper benefit to the shareholders, or conversely whether the violation has resulted in harm to the shareholders. Where shareholders have been victimized by the violative conduct, or by the resulting negative effect on the entity following its discovery, the Commission is expected to seek penalties from culpable individual offenders acting for a corporation.*” (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press/2006-4.htm>>. Acesso em 30 set. 2017.)

O grau em que a penalidade recompensará ou prejudicará ainda mais os acionistas injuriados. Como a proteção de investidores inocentes é um objetivo principal das leis de valores mobiliários, a imposição de uma penalidade à própria corporação acarreta o risco de que os acionistas que forem inocentes da violação suportarão, no entanto, o ônus da penalidade. (...).”¹⁸⁷

Por essa razão, a literatura jurídica vem defendendo que a penalização decorrente de falha informacional se atenha aos autores individuais do ilícito, os quais de fato eram responsáveis pela divulgação das informações ao mercado¹⁸⁸. Apenas em último caso, e conforme o sistema jurídico em que a companhia esteja submetida, se o próprio emissor de valores mobiliários tiver se beneficiado da fraude, que haja sua responsabilização indireta¹⁸⁹.

c. Baixo grau de reparação aos investidores prejudicados

Como já demonstrado, havendo uma condenação da companhia a reparar os danos causados aos seus acionistas em razão de falhas informacionais, a penalidade poderá não recompensar efetivamente os investidores em razão da baixa correspondência entre os valores

¹⁸⁷ Tradução livre do autor para: “*With this principle in mind, our view of the appropriateness of a penalty on the corporation in a particular case, as distinct from the individuals who commit a securities law violation, turns principally on two considerations: The presence or absence of a direct benefit to the corporation as a result of the violation. The fact that a corporation itself has received a direct and material benefit from the offense, for example through reduced expenses or increased revenues, weighs in support of the imposition of a corporate penalty. If the corporation is in any other way unjustly enriched, this similarly weighs in support of the imposition of a corporate penalty. (...) The degree to which the penalty will recompense or further harm the injured shareholders. Because the protection of innocent investors is a principal objective of the securities laws, the imposition of a penalty on the corporation itself carries with it the risk that shareholders who are innocent of the violation will nonetheless bear the burden of the penalty.*” (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press/2006-4.htm>>. Acesso em 30 set. 2017.)

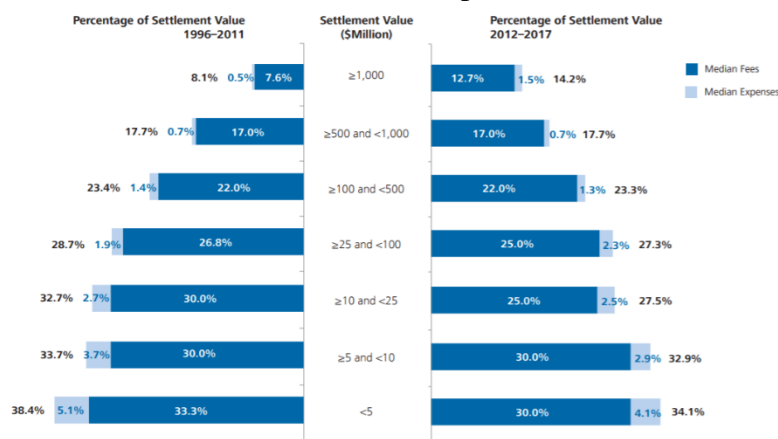
¹⁸⁸ “*Assim, não se previu na Lei das S.A. ação de responsabilidade contra a companhia por divulgar informações falsas ou enganosas ou mesmo por deixar de divulgar informações sobre fatos relevantes. (...) Uma demanda por infração ao dever de informar não teria como objeto infração decorrente de vínculo societário, mas, ao contrário da relação que a companhia poderia ter com qualquer terceiro, investidor do mercado de capitais, não necessariamente acionista da companhia. Assim, a nosso ver, o dispositivo não legitima o investidor do mercado de capitais a responsabilizar a companhia por danos eventualmente decorrentes de infração ao dever de informar.*” (EIZIRIK, Nelson. A “*Fraud-On-The-Market Theory*” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 99-100.)

¹⁸⁹ “*We therefore suggest targeting securities fraud litigation at the individual wrongdoers’ level and invoking vicarious liability only when the company benefits from the fraud.*” (COX, James D.; THOMAS, Randall S.. Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical evidence and legal implications of the failure of financial institutions to participate in securities class action settlements. *Stanford Law Review*, vol. 58. Jan. 2005, p. 414. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=655181>>. Acesso em 01 out. 2017.)

envolvidos nos acordos ou condenações e os prejuízos efetivamente suportados pelos investidores, inclusive ao considerar os custos da demanda judicial¹⁹⁰. Além do mais, há que se considerar ainda que o desembolso de caixa pela companhia para pagamento aos acionistas demandantes legitimados a receberem a indenização resulta na redução de seu patrimônio e, indiretamente, dos próprios acionistas, que possuem frações desse valor global.

Segundo a *NERA Economic Consulting*, apenas os honorários advocatícios dos demandantes e as despesas judiciais relacionados às *class actions* de reparação por prejuízos auferidos no mercado de capitais dos Estados Unidos da América representaram, no período de 2012 a 2017, até 34,1% do valor dos acordos de indenização. Quanto aos advogados de defesa, com base no posicionamento da indústria de seguros, as companhias demandadas chegaram a assumir um custo entre 25% a 35% do valor dos acordos que, por vezes, podem atingir até 50% ou mesmo 100% da liquidação¹⁹¹.

GRÁFICO 15 – Mediana das taxas judiciais e honorários dos advogados dos requerentes das *class actions* envolvendo valores mobiliários comparativamente ao tamanho do acordo¹⁹²



Fonte: *NERA Economic Consulting*

¹⁹⁰ De acordo com os dados apresentados no tópico “O objetivo compensatório” desse mesmo capítulo, refletindo que há um evidente comprometimento entre a proposta da responsabilização das companhias por falhas informacionais, enquanto mecanismo de ressarcimento dos prejuízos causados aos seus investidores, e a sua efetiva reparação.

¹⁹¹ “At a D&O industry conference, one senior underwriter reported that defense costs commonly were twenty-five to thirty-five percent of the settlement amount and sometimes as high as fifty percent. Transcript of New York Seminar #1 (name withheld for confidentiality), at 7 (‘We are seeing some abuses but, even where you don’t have abuses, we are seeing defense costs not just 25 to 35% of the settlement, . . . but sometimes 50% or 100% of the settlement’).” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J.. The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors’ & Officers’ Liability Insurer. *Georgetown Law Journal*, vol. 95, p. 1795. Nov. 2006, p. 1.815, nota de rodapé 95. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=946309>>. Acesso em 29 set. 2018.)

¹⁹² Desconsiderando as liquidações de acordos de casos de objeção de fusão e os casos sem pagamento em dinheiro aos demandantes. Vide: BOETTRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. “Figure 33. Median of Plaintiffs’ Attorneys’ Fees and Expenses by Size of Settlement”. *NERA Economic Consulting*. Jan. 2018, p. 42. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

Outro aspecto relevante na análise a respeito da reparação dos investidores diz respeito à efetiva reivindicação dos acionistas prejudicados aos valores auferidos nas indenizações pagas pelas companhias. Tratando-se de investidores institucionais, que representam uma participação superior a um quarto de todo o volume acumulado das operações da bolsa de valores brasileira¹⁹³, a experiência estadunidense demonstra que quase dois terços daqueles que sofreram com perdas financeiras deixaram de participar do rateio das compensações acordadas¹⁹⁴.

Isto é, se menos de 30% dos investidores institucionais com perdas prováveis efetivam suas reivindicações nos acordos indenizatórios pagos aos acionistas que sofreram danos no âmbito do mercado de capitais, valores substanciais dessas indenizações têm sido direcionados a outros investidores habilitados na demanda, comprometendo a efetiva reparação dos acionistas prejudicados.

*“Assim, nossos dados fornecem uma conclusão inescapável e surpreendente: instituições financeiras com perdas prováveis significativas falham em uma taxa alarmante (aproximadamente setenta por cento) para apresentar suas reivindicações em class actions envolvendo valores mobiliários liquidadas. Além disso, não só suas perdas são significativas, mas as somas de dinheiro que elas provavelmente ganhariam por meio da apresentação de reivindicações também não são triviais, tanto no valor agregado quanto baseado no fundo individual médio.”*¹⁹⁵

¹⁹³ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. *Participação dos Investidores*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/participacao-dos-investidores/volume-total/2018.htm>. Acesso em 14 out. 2018.

¹⁹⁴ “Beginning with a discussion of the process of notifying claimants, we move to an empirical analysis of whether institutions actually file claims in these cases. We use a sample of 53 settlements. Our tentative findings are that only 25-33% of institutions that we can identify as having claims to file in these settlements are actually filing claims.” (COX, James D.; THOMAS, Randall S.. Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions?. *The Washington Law Quarterly*, n. 855, Ago. 2002, p. 3. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=321426>>. Acesso em 29 set. 2018.)

¹⁹⁵ Tradução livre do autor para: “Thus, our data provide an inescapable and startling conclusion: Financial institutions with significant provable losses fail at an alarming rate (approximately seventy percent) to submit their claims in settled securities class actions. Moreover, not only are their losses significant, but the sums of money they likely would gain by filing claims are also not trivial, both in the aggregate and on an average individual fund basis.” (COX, James D.; THOMAS, Randall S.. Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical evidence and legal implications of the failure of financial institutions to participate in securities class action settlements. *Stanford Law Review*, vol. 58. Jan. 2005, p. 425. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=655181>>. Acesso em 01 out. 2017.)

Há que se apontar ainda que, se a busca pela reparação dos acionistas no âmbito da jurisdição brasileira se der por meio da propositura de ação civil pública pelo Ministério Público, conforme dispõe a Lei nº 7.913/1989¹⁹⁶, caso a companhia venha a ser condenada a reparar os investidores prejudicados, mas esses deixem de se habilitar para o recebimento de suas parcelas ou mesmo subsistam valores residuais da indenização, tais recursos serão destinados ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos¹⁹⁷.

O fundo tem por finalidade “a reparação dos danos causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico, paisagístico, por infração à ordem econômica e outros interesses difusos e coletivos”¹⁹⁸, portanto, sem qualquer finalidade de ressarcimento direto aos investidores prejudicados ou contribuição ao mercado de valores mobiliários¹⁹⁹. No âmbito do histórico vivenciado pelos Estados Unidos, a destinação a fundos gerais de reparação ao mercado, nem sempre revertidos aos investidores prejudicados, também é um dos motivos que contribuem para o desinteresse dos investidores em buscarem o ressarcimento de seus prejuízos²⁰⁰.

¹⁹⁶ “Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; (...) III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.” (BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 7.913, de 07 de dezembro de 1989. Brasília: 07 dez. 1989.)

¹⁹⁷ O Fundo de Defesa de Direitos Difusos foi instituído pela Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985 (Lei da Ação Civil Pública), sendo regulamentado pelo Decreto nº 1.306, de 09 de novembro de 1994.

¹⁹⁸ “Art. 1º O Fundo de Defesa de Direitos Difusos (FDD), criado pela Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985, tem por finalidade a reparação dos danos causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico, paisagístico, por infração à ordem econômica e a outros interesses difusos e coletivos.” (BRASIL. Congresso Nacional. Decreto nº 1.306, de 09 de novembro de 1994. Brasília: 09 nov. 1994.)

¹⁹⁹ “(...) os recursos decorrentes da condenação em ações civis públicas são aplicados ao Fundo de Direitos e Interesses Difusos, administrado pelo Ministério Público, cujos valores são destinados a financiar, por exemplo, prefeituras e organizações não governamentais, isto é, não há retorno nem aos investidores nem ao aperfeiçoamento do mercado de valores mobiliários e à sua regulamentação. O pagamento dos recursos para o Fundo de Interesses Difusos é pouco representativo como forma de ressarcimento, pois nenhum recurso retorna ao bolso do investidor ou serve para incrementar o orçamento do regulador. Será que deve mesmo ser este o desenho institucional? Para que serve afinal uma condenação em uma ação civil pública? Parece mais servir como uma punição — que poderia ser feita na própria via administrativa ou pela via penal — do que uma reparação dos danos. Pode-se concluir que a ação civil pública tem potencial para ser instrumento de ressarcimento dos investidores. Na prática, no entanto, não cumpre essa finalidade, pois os valores pagos devem ser destinados ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos, e não a investidores individuais.” (PRADO, Viviane Müller. *Não Custa Nada Mentir: desafios para o ressarcimento de investidores*. Working Paper, set. 2016, p. 36-37. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em 11 jan. 2018)

²⁰⁰ “Our first point builds off our survey respondents’ statements that they do not allocate any recoveries they receive to the individual fund beneficiaries but instead to the fund suffering the loss or, in some cases, to the institutional investors’ general fund. Our survey, therefore, reflects a serious mismatch between the beneficiaries of the settlement and those who have been harmed by the securities violation that gave rise to the settlement in the first place. Simply stated, many defrauded beneficiaries are not compensated for their losses, while others are

Por essas razões, a responsabilização das companhias pelos prejuízos decorrentes da inobservância do dever de informar não pode ser justificada em termos de compensação, mas tão somente em termos de dissuasão²⁰¹, e, neste último caso, com um baixo desempenho e representando consideráveis custos para agentes que, por vezes, sequer têm qualquer relação com a prática do ilícito.

d. Repercussão negativa no mercado

A descoberta de fraudes praticadas por companhias abertas impacta significativamente no preço das suas ações negociadas em bolsa de valores, cuja reação do mercado tende a ser bastante negativa²⁰², sem que haja necessariamente uma correspondente retomada da confiança após a celebração de acordos ou cumprimento de eventual sentença²⁰³. Considerando que os custos dos litígios envolvendo a reparação de prejuízos decorrentes de falhas informacionais serão arcados pela própria companhia, o mercado tende a já antever e

unjustly enriched. Given the enormous importance of institutional investors in the market, this mismatch raises serious doubts about whether securities fraud class actions can be justified as compensatory mechanisms. Moreover, the poor claims filing records of institutional investors exacerbate this mismatch, as many investors are systematically deprived of any benefits from these settlements. This fact raises more doubts about the compensatory function of securities fraud cases. Consequently, we believe the more persuasive rationale for these cases is the deterrence of fraud.” (COX, James D.; THOMAS, Randall S.. Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical evidence and legal implications of the failure of financial institutions to participate in securities class action settlements. *Stanford Law Review*, vol. 58. Jan. 2005, p. 414. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=655181>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁰¹ *“The securities class action cannot be justified in terms of compensation, but only in terms of deterrence. (...) Yet, the evidence is clear that corporate officers and insiders rarely contribute to securities class action settlements, with the settlement funds coming instead from the corporation and its insurers. As a result, the cost of such actions in the aggregate falls on largely diversified shareholders.”* (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 2. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁰² *“We study the stock market’s reaction to three events in the litigation process: (1) the revelation of potential fraud; (2) the filing a lawsuit; and (3) the judicial resolution of the lawsuit. We find a large and statistically significant negative reaction to the first event, and a smaller but still statistically significant reaction to the second. We find no significant reaction to the resolution of the motion to dismiss.”* (PRITCHARD, Adam C; FERRIS, Stephen P.. Stock Price Reactions to Securities Fraud Class Actions Under the Private Securities Litigation Reform Act. *Michigan Law and Economics Research Paper*, nº. 01-009, Out. 2001, p. 1. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=288216>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁰³ *“(...) a firm targeted in a securities class action incurs a substantial market penalty with significant declines in the value of its shares. We observe that the negative return associated with the filing of the suit is not recovered in later years.”* (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.913. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

As companhias demandadas chegam a apresentar uma perda média de 0,97% do valor de mercado do seu patrimônio em apenas dois dias após o anúncio de uma ação judicial. Vide: BHAGAT, Sanjai; BIZJAK, John M.; COLES, Jeffrey L.. *The Shareholder Wealth Implications of Corporate Lawsuits*, Set. 1996, p. 5-7. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=8129>>. Acesso em 01 out. 2017.

precificar os possíveis prejuízos decorrentes do ajuizamento de ações de reparação²⁰⁴, motivo pelo qual é provável que seus investidores, ainda que não tenham qualquer relação com a prática do ilícito, venham a experimentar uma desvalorização de suas ações como consequência dessa reprovação.

Empiricamente, a experiência estadunidense demonstra que as companhias abertas que foram demandadas judicialmente pela prática de fraudes no mercado tiveram sua rentabilidade deteriorada comparativamente às semelhantes, mesmo após o passar de alguns anos da propositura da ação e até mesmo da liquidação do acordo ou da sentença²⁰⁵. Quanto maior o valor envolvido para encerramento da demanda, mais expressivo foi o comprometimento do desempenho da companhia, especialmente em razão do impacto do desembolso na continuidade da atividade empresarial, bem como maiores restrições financeiras, desde a redução das oportunidades até elevação dos custos da tomada de recursos²⁰⁶.

Da mesma forma, houve também redução da eficiência operacional daquelas companhias demandadas, que passaram a apresentar menores níveis de receita operacional líquida, geralmente resultante do aumento dos seus custos operacionais²⁰⁷. As alegações de

²⁰⁴ Há evidências de que, quanto maior a fraude descoberta, maior tende a ser a queda da cotação das ações. Nesse sentido: GRIFFIN, Paul A.; GRUNDFEST, Joseph A.; PERINO, Michael. Stock Price Response to News of Securities Fraud Litigation: An Analysis of Sequential and Conditional Information. *Abacus*, vol. 40, nº. 1, p. 21-48, Fev. 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=513256>>. Acesso em 01 out. 2017.

²⁰⁵ “*In terms of sample defendants’ relative performance, Table 3 shows a higher underperforming percentage in Year 1 Post-lawsuit, Year 3 Post-lawsuit, and Year 3 Post-settlement. These numbers suggest some deterioration in defendants’ ultimate profitability vis-à-vis firms in their cohort in the post-lawsuit periods.*” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.896. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁰⁶ “*For the post-settlement periods, defendant firms with high settlement amounts had a higher probability of underperforming their peer groups than companies facing lower settlement amounts. This could be attributed to several factors. First, the earlier, underreported financial problems are correlated with the ultimate settlement amount, so firms that ultimately incur large settlements also are firms that experience greater operational challenges. Second, firms that incur larger settlements are firms whose defalcations had a larger impact. We would expect those firms to incur tighter financial constraints, diminished financing opportunities, or higher financing costs, and to suffer the resulting deprivation of capital needed to enhance operational efficiency.*” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.904. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁰⁷ “*In terms of the EBIT/Total Assets ratio, Table 2 shows that the mean was lower in the first year after the lawsuit and the first and third year after settlement than the Pre-class Period, and the median was lower in each year after the start of the lawsuit until Year 1 Postsettlement. (...) Table 3 reports a higher percentage of defendant firms underperforming compared to their peers in four out of seven post-lawsuit periods. A lower EBIT-to-total-assets ratio indicates deterioration in the net-operating-income levels, which, in the absence of any reduction in sales revenues, marks an increase in operating costs and a decrease in operating efficiency.*” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.904. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

envolvimento em fraudes tendem a representar um prejuízo reputacional para as investigadas, resultando em suspensão ou até mesmo rompimento de relações comerciais²⁰⁸.

Tratando-se da saúde financeira desses emissores de valores mobiliários, foi possível identificar ainda um aumento da probabilidade de que venham a sofrer execuções financeiras ou eventualmente enfrentarem processos de falência, notadamente como consequência das incertezas dos resultados da ação previamente a sua liquidação, aumento dos custos de financiamento, além de distração da administração da companhia para a ação judicial²⁰⁹.

“Além disso, a revelação dos falsos relatórios anteriores introduz novas forças que impactam negativamente as operações da empresa, pois a ação desvia a atenção da administração, reduz o moral da empresa, enfraquece sua estatura e priva-a de oportunidades de financiamento externo, entre outros efeitos.”²¹⁰

Por fim, a cotação das ações listadas em bolsa de valores das companhias envolvidas em demandas judiciais decorrentes da prática de fraudes no mercado sofre uma

²⁰⁸ Há uma tendência de decréscimo, ainda que sutil, nos lucros das companhias após o anúncio de seu envolvimento com fraudes no mercado. Para tanto: KARPOFF, Jonathan M.; LOTT, JR., John R.. The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud. *The Journal of Law & Economics*, vol. 36, nº. 2, Out. 1993, p. 757-802. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/467297>>. Acesso em 01 out. 2017.

²⁰⁹ “Altman’s Z-score is a multivariate measurement of a company’s financial health and is a powerful predictor of the likelihood of bankruptcy within a two-year period. (...) Table 2 shows that the defendant’s Altman’s Z-score was drastically lower vis-à-vis its cohort in every post-lawsuit period than in the Pre-class Period in both the mean and the median. Moreover, the median was below the healthy level of 3.00 in most of the post-lawsuit periods, and the mean was lower still in the first two years of the lawsuit. These numbers suggest that sample defendants were subject to a higher level of financial distress in the post-lawsuit periods. (...) In terms of sample defendant firms’ relative performance to their peers, Table 3 shows a substantial increase post-lawsuit in the underperforming percentage from the Pre-class Period level (from 43.9% to a range of 52 to 64%). Thus, sample defendant firms’ distress levels appear to have increased in association with their involvement with a securities class action in both absolute and comparative terms.” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.897-1.898. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²¹⁰ Tradução livre do autor para: “Also, revelation of the earlier false reporting introduces new forces that adversely impact the firm’s operations as the lawsuit diverts management’s attention, lowers company morale, tarnishes its stature, and deprives it of external financing opportunities, among other effects.” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.904. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

relevante desvalorização, refletindo os indícios de baixa governança corporativa e antecipando os impactos do pagamento da liquidação da ação judicial²¹¹.

“Em suma, as estatísticas descritivas acima relatam mudanças negativas notáveis e estatisticamente significativas para empresas que são objeto de class actions envolvendo valores mobiliários versus seu grupo de referência, particularmente em relação a suas operações em termos de eficiência (por meio do EBIT/Ativo total), liquidez de curto prazo (por meio do Current Ratio), saúde financeira geral (por meio do Altman Z-score) e desempenho do mercado de ações (por meio da relação Market-to-Book).”²¹²

Portanto, há uma incompatibilidade entre as perdas dos investidores prejudicados e o custo social da responsabilização das próprias companhias pelas falhas informacionais, resultando em uma relevante deterioração dos emissores de valores mobiliários sem um correspondente ressarcimento de danos aos acionistas e tampouco punição efetiva dos responsáveis²¹³. Poucos são os agentes que realmente se beneficiam da condenação das

²¹¹ “We used two measures to capture stock market performances: the Market-to-Book ratio and the annual Stock Return. Market-to-book ratio measures the value of the company’s stock in the current marketplace relative to the historical accounting value of the company’s assets. Annual return is a measure of the increase in the stock’s price over a period of one year. (...) Compared to their cohort companies, about 35% of sample defendants had a lower Market-to-Book ratio in the Pre-class Period, but that percentage increased to over 50% in every post-lawsuit period. Moreover, the underperforming percentage was higher in post-settlement periods than in the Year of Settlement. In terms of annual Stock Returns, the impact of securities class actions was most evident in the first year after the filing of the lawsuit: the mean return dropped from a Pre-class Period level of 13% to -23%, while the median dropped from the Pre-class Period level of 7% to -12%. (...) Comparing the annual returns of sample defendant firms with those of the cohort companies, we found that 62% of sample defendants were underperforming their cohort in Year 1 Post-lawsuit, a substantial increase from the Pre-class Period level of 51.6%.” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.898-1.899. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²¹² Tradução livre do autor para: “In sum, the above descriptive statistics report notable and statistically significant negative changes for firms that are the subject of securities class actions versus their cohort, particularly with respect to their operations in terms of efficiency (through EBIT/Total Assets), short-term liquidity (through the Current Ratio), overall financial health (through Altman’s Z-score), and stock market performance (through the Market-to-Book ratio).” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.899-1.900. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²¹³ “Thus, we might well believe that further embroilment in the litigation unnecessarily penalizes companies and inhibits the suit from pursuing those most responsible for the fraud endured by investors.” (BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010, p. 1.913. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.)

companhias, razão pela qual as externalidades negativas desse modelo são significativamente maiores que seus benefícios²¹⁴.

e. Manipulação de mercado

Considerando o histórico de queda na cotação das ações e a repercussão negativa no mercado quando da propositura de ações judiciais contra companhias envolvidas em falhas informacionais, mesmo que de forma bastante precipitada como quando do simples arquivamento de demandas com alegações ainda preliminares, é possível verificar que os riscos aos acusados e suas possíveis perdas são significativas e até mesmo irreparáveis. Essa fragilidade pode ser indevidamente aproveitada por investidores oportunistas, ao buscarem alegar que quaisquer possíveis falhas informacionais venham a justificar os prejuízos por eles suportados, de forma a imputá-los à companhia, ajuizando inúmeras ações de reparação de danos contra os respectivos emissores de valores mobiliários²¹⁵.

Essa preocupação com ações judiciais temerárias tem registros desde o início do século XX, quando os tribunais estadunidenses passaram a avaliar o exercício abusivo do direito dos acionistas ao buscarem a tutela do Poder Judiciário por meio das denominadas *strike suits*, notadamente representadas por interesses egoísticos e com intenções de forçar, por meio da extorsão, a celebração de acordos com as companhias²¹⁶. Ações essas “*cujo propósito imediato*

²¹⁴ “To the extent that contemporary securities litigation imposes its costs almost exclusively on the corporation and its insurers, this system benefits three sets of actors: corporate insiders, plaintiff’s attorneys, and insurance companies – but not shareholders.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 67. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²¹⁵ “Securities litigation class actions faced, in the 1990s, strong criticism. Securities class suits were perceived to be ‘epidemic’ and too frequently based on ‘frivolous’ claims aimed at coercing companies to settle in order to avoid disproportionate legal costs, especially in the form of discovery costs.” (FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: the Parmalat Case*. European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper nº. 40, Maio 2005, p. 46. Disponível em: <www.ssrn.com/abstract=730403>. Acesso em 20 out. 2017.)

²¹⁶ COFFEE JR., John C.. *Entrepreneurial litigation – its rise, fall, and future*. Cambridge: Harvard Press. 2015, p. 123.

No mesmo sentido: “In effect, we began to suspect that, at least with respect to sale-of-control transactions, Delaware law created a sort of ‘safe harbor for strike suits.’ That is, Delaware law made it unduly easy for a plaintiffs’ attorneys, in connection with virtually any sale-of-control transaction, to initiate a class action that would have significant settlement value because it would allow the plaintiffs’ attorneys to threaten the timing of the transaction and to impose on the board of the selling corporation the litigation costs involved in proving that it had proceeded in accord with its duties under Revlon.” (WEISS, Elliott J.; WHITE, Lawrence J.. *File Early, then Free Ride: How Delaware Law (Mis)Shapes Shareholder Class Actions*. New York University, *Law and Economics Research Paper Series*, Working Paper nº. 04-012, Jun. 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=554761>>. Acesso em 01 out. 2017.)

*é paralisar ou dificultar o bom andamento dos negócios sociais para, de forma mediata, conseguir o sócio hostil uma vantagem indevida qualquer*²¹⁷.

Tratando-se do mercado de capitais, esse risco de distorções na tentativa de responsabilização das companhias abertas é especialmente relevante. Nos Estados Unidos da América, as *class actions* envolvendo valores mobiliários chegaram a representar uma média de até 48% de todas as ações coletivas pendentes nos tribunais federais²¹⁸, correspondendo ao principal meio pelo qual são aplicadas penalidades financeiras em casos de fraude e manipulação no mercado de capitais²¹⁹. No geral, essas demandas privadas resultam em penalidades às companhias muito superiores às impostas pelas autoridades federais e estaduais e por organizações autorreguladoras²²⁰.

Isto é, a litigância em desfavor de emissores de valores mobiliários tornou-se um verdadeiro empreendimento no histórico estadunidense, inclusive bastante rentável e lucrativo²²¹. Esse cenário pode inclusive ser utilizado para fins concorrenciais ilegítimos, de forma a manipular o mercado e direcionar a euforia dos participantes para desestabilização de companhias rivais, seja inviabilizando o financiamento de suas atividades – dificultando sua busca por investidores ou mecanismos de financiamento junto a terceiros –, elevando seus custos – ao se ver obrigada a defender-se da ação – ou estimulando sua alocação ineficaz de

²¹⁷ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.. *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 158.

²¹⁸ “*Because securities class actions have averaged between 47% and 48% of all class actions pending in federal court, they necessarily consume significant judicial resources.*” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 9. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²¹⁹ “*Indeed, private securities class actions currently represent the principal means by which financial penalties are imposed in cases of securities fraud and manipulation; in the aggregate, they impose penalties that overshadow those imposed by federal and state authorities and by self-regulatory organizations.*” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²²⁰ O Prof. Howell Edmunds Jackson, da *Harvard Law School*, fez um estudo detalhado a esse respeito: JACKSON, Howell Edmunds. *Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications*. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, nº. 521, Ago. 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=839250>>. Acesso em 01 out. 2017.

²²¹ “*The agency problems associated with plaintiff lawyer representation in securities class actions and corporate derivative suits in the United States have given rise to considerable concern in both a portion of the scholarly literature and in more general discussion over the last couple of decades. Two concerns in particular have been raised. First, many commentators say that the United States has experienced too many “strike suits”: meritless securities law claims brought by plaintiff’s class action lawyers to obtain attorney’s fees based on settlements extracted from defendants wishing to avoid the nuisance of continuing litigation and the risk of an erroneous negative judgment. Second, there is a widespread feeling that for those suits that should be brought, plaintiff’s lawyers are overpaid relative to the work they do.*” (FOX, Merrit B. *Civil Liability and Mandatory Disclosure*. European Corporate Governance Institute. Law Working Paper nº. 109/2008. Oct. 2008, p. 63. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1115361>>. Acesso em 01 out. 2017.)

esforços – ao ter que compartilhar parte da atenção de seus executivos no monitoramento da ação e suas externalidades²²².

Logo, a responsabilização direta das próprias companhias na reparação de prejuízos causados a seus investidores decorrentes de falhas informacionais pode representar um custo social muito relevante e inadequado²²³, sobretudo pelos possíveis significativos prejuízos em caso de sua deturpação. Por esse motivo, há alguns estudos que vêm defendendo a redução substancial ou até mesmo a eliminação das ações coletivas no âmbito de fraudes no mercado de capitais²²⁴.

Essa preocupação com as ações coletivas e com a competitividade dos mercados de capitais dos Estados Unidos da América fez com que o *Committee on Capital Markets Regulation*, uma organização de pesquisa independente que inclui 37 líderes de todo o setor financeiro estadunidense²²⁵, viesse a se posicionar em 2006, em relatório solicitado pelo secretário do *U.S. Department of the Treasury*, Henry M. Paulson. Dentre as sugestões apontadas para retomar a atratividade do mercado, o Comitê propôs que fosse dado o direito aos acionistas de limitarem, nos estatutos das companhias, a forma de resolução de litígios, podendo excluir as *class actions*, bem como que a *Securities and Exchange Commission* adotasse padrões mais rigorosos no que se refere à aplicação da *Rule 10b-5*, considerando os requisitos para responsabilização das companhias no contexto da *Fraud-On-The-Market Theory*:

“O Committee on Capital Markets Regulation (...) publicou hoje seu relatório preliminar com recomendações para mudanças na regulamentação dos mercados de capitais baseada no duplo objetivo de aumentar os direitos dos

²²² Conforme demonstrado acima em “Repercussão negativa no mercado”.

²²³ “*The rise of the fraud-on-the-market class action thus created strong new incentives for an issuer to comply with its periodic disclosure obligations. Considered in isolation, these new incentives were a good development, given the shift in focus of the underlying regulatory regime to periodic disclosure. There is a widespread feeling, however, that the incentives come at great social expense.*” (FOX, Merrit B. *Civil Liability and Mandatory Disclosure*. European Corporate Governance Institute. Law Working Paper nº. 109/2008. Oct. 2008, p. 10-11. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1115361>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²²⁴ Vide: THAKOR, Anjan V.; NIELSEN, Jeffrey S.; GULLEY, David A.. *The Economic Reality of Securities Class Action Litigation*. U.S. Chamber Institute for Legal Reform. Out. 2005. Disponível em: <https://www.instituteforlegalreform.com/uploads/sites/1/EconomicRealityNavigant_1.pdf>. Acesso em 01 out. 2017.

No mesmo sentido: THAKOR, Anjan V.. *The Unintended Consequences of Securities Litigation*. U.S. Chamber Institute for Legal Reform. Out. 2005. Disponível em: <https://www.heartland.org/_template-assets/documents/publications/18330.pdf>. Acesso em 01 out. 2017.

²²⁵ “*The Committee on Capital Markets Regulation is an independent 501(c)(3) research organization, financed by contributions from individuals, foundations, and corporations. The Committee’s membership includes thirty-seven leaders drawn from across the financial sector, including banks, broker-dealers, asset managers, private funds and insurance companies.*” (COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION. Disponível em: <<https://www.capmktreg.org/>>. Acesso em 01 out. 2017.)

acionistas e, ao mesmo tempo, reduzir a excessiva e onerosa regulamentação e litigação.

(...)

- *Os acionistas devem ter a opção de decidir como os litígios com suas companhias devem ser resolvidos - por meio de arbitragem (com ou sem class actions) ou julgamentos sem júri.*

(...)

- *Maior clareza para litígios privados sob a Rule 10b-5 da SEC, e da SEC sobre materialidade, scienter (conhecimento da transgressão) e confiança é necessária. A aplicação penal contra empresas deve ser um último recurso, reservado a companhias que se tornaram sociedades criminosas de cima a baixo.”²²⁶*

Nesse sentido, a responsabilização direta das companhias por inobservância do dever de informação tende a representar um desestímulo aos emissores de buscarem determinados mercados de capitais, inclusive pelo receio da utilização inadequada desse mecanismo, podendo vir a prejudicá-los, considerando serem entendidos como menos competitivos. Os consideráveis riscos de as companhias virem a ser demandadas representa um aspecto desfavorável à abertura de seu capital naquele mercado, pelo qual possivelmente as levariam a buscar outras jurisdições ou até mesmo o próprio mercado financeiro, apesar de possíveis custos mais elevados.

4.3. Aspectos inibidores à condenação das próprias companhias

a. Custos de Agência

Considerando que a regulação do mercado de capitais brasileiro atribui ao diretor de relações com investidores a responsabilidade pela prestação de informações exigidas pela

²²⁶ Tradução livre do autor para: “*The Committee on Capital Markets Regulation (...) today issued its interim report with recommendations for changes in capital markets regulation based on the twin goals of enhancing shareholders rights while reducing excessive and overly burdensome regulation and litigation. (...) • Shareholders should be given the choice to decide how disputes with their companies should be resolved – through arbitration (with or without class actions) or non-jury trials. (...) • Greater clarity for private litigation under SEC Rule 10b-5, and from the SEC on materiality, scienter (knowledge of wrongdoing) and reliance is needed. Criminal enforcement against companies should be a last resort, reserved for companies that have become criminal enterprises from top to bottom.*” (COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION. *Interim Report*, Nov. 2006. Disponível em: <<https://www.capmksreg.org/2006/11/30/interim-report/>>. Acesso em 01 out. 2017.)

legislação²²⁷, sob o ponto de vista propriamente da companhia, ainda que ela aja por meio de seus administradores, em última análise, a prática do ilícito decorre dos atos ou omissões dos membros da sua administração²²⁸. Sendo assim, ainda que o próprio emissor de valores mobiliários não se exima da responsabilidade decorrente de falha informacional, quaisquer demandas nesse sentido deveriam igualmente ser direcionadas contra os administradores que prestaram declarações inverídicas ou não verossímeis ou que, tendo entre suas funções a divulgação de informações ao mercado, deixaram de fazê-lo.

A experiência relativa às *class actions* envolvendo valores mobiliários nos Estados Unidos da América reflete o mesmo contexto, pelo qual a maioria das demandas que buscam também responsabilizar os administradores das companhias pelos danos sofridos:

TABELA 1 – Porcentagem de *class actions* envolvendo valores mobiliários que incluem diretores ou comitês específicos, 2013-2017²²⁹

Title	2013 %	2014 %	2015 %	2016 %	2017 %
CEO	91	94	96	92	92
CFO	76	80	75	63	45
Chairman	52	41	50	52	55
President	61	53	46	56	50
Director	48	55	55	55	63
Audit Committee	7	4	9	16	11

Fonte: *PricewaterhouseCoopers*

Contudo, quando membros da administração são envolvidos em ações judiciais de reparação de prejuízos conjuntamente com a companhia, há um claro conflito de interesse, pelo qual esses executivos podem, eventualmente, buscar a celebração de acordos com os investidores de forma a liquidarem sua parcela de responsabilidade com recursos da própria

²²⁷ Conforme nota de rodapé 181.

²²⁸ “A lei atual reconheceu, de modo direto, o dever de informar por parte dos administradores das sociedades anônimas; como aqueles são órgãos da sociedade, os acionistas ficarão cientes, por intermédio dos mesmos, dos negócios sociais ou outros assuntos relativos à companhia. Não quis a lei reconhecer à própria sociedade o dever de prestar informações aos acionistas mas tratou do assunto como sendo ele um dever que o administrador assume, ao aceitar o cargo que foi eleito. A falta do cumprimento desse dever não será imputada, assim, à sociedade mas ao administrador da mesma, já que se trata de um dever pessoal. Daí a própria sociedade poder mover ação contra o administrador se do descumprimento, por parte deste, do dever de informar que a lei lhe impôs advier prejuízo para a sociedade (art. 159).” (MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 590.)

²²⁹ PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Seeing through the smoke: Securities litigation study*. “Figure 14: Percentage of Securities Class Actions naming particular officers or committees, 2013-2017”. Abril 2018, p. 19. Disponível em: <<https://www.pwc.com/us/en/forensic-services/assets/securities-litigation-study-seeing-through-the-smoke.pdf>>. Acesso em 07 set. 2018.

companhia²³⁰. Isto é, a responsabilização direta dos emissores de valores mobiliários em razão do descumprimento, pelos seus diretores, das obrigações de divulgação de informações, representa um evidente problema de agência²³¹, no qual seus executivos teriam poucos incentivos para deixar de celebrar acordos que não envolvam sua participação individual na indenização²³², o que resulta em prejuízo à companhia e aos seus acionistas.

Portanto, essa situação representará elevação dos custos de agência²³³ desses emissores, que serão suportados pelos seus acionistas, buscando monitorar e controlar a atuação dos administradores de forma a limitar comportamentos indesejáveis para garantir o atendimento de seus próprios interesses de maximizar o preço das ações.

“O custo de agência implícito nas organizações empresariais é bem compreendido. Como os gerentes buscam maximizar sua própria utilidade, suas ações nem sempre redundam em benefício aos proprietários da empresa ou em benefício a outras pessoas para as quais os gerentes são administradores de ativos que não são de propriedade dos gerentes. De fato, os gerentes, por possuírem tipicamente uma pequena porcentagem da empresa, têm um incentivo natural para buscar estratégias que se beneficiam desproporcionalmente em relação aos proprietários da empresa.”²³⁴

²³⁰ “When corporate executives are sued alongside the corporation as co-defendants in securities litigation (as they almost always are), a clear conflict of interest arises: the executives will naturally want to settle their own liability with funds advanced by the corporation.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 44. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²³¹ “For readers unfamiliar with the jargon of economists, an ‘agency problem’—in the most general sense of the term—arises whenever the welfare of one party, termed the ‘principal’, depends upon actions taken by another party, termed the ‘agent.’ The problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest. (...) The first involves the conflict between the firm’s owners and its hired managers. Here the owners are the principals and the managers are the agents. The problem lies in assuring that the managers are responsive to the owners’ interests rather than pursuing their own personal interests.” (ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H.. *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*. Oxford Legal Studies Research Paper nº. 21/2009, Jul. 2009, p. 3. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²³² “Also, if the settlement is fully covered by corporation’s own liability insurance (as it usually is), the board has little reason to resist a settlement that involves no contribution by the individual defendants.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 44. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²³³ “We define agency costs as the sum of: 1. the monitoring expenditures by the principal, 2. the bonding expenditures by the agent, 3. the residual loss.” (JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, nº. 4, Jul. 1976. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²³⁴ Tradução livre do autor para: “The agency cost implicit in business organizations is well understood. Because managers seek to maximize their own utility, their actions do not always redound to the benefit of the firm’s owners or to the benefit of others for whom the managers are stewards of assets that are not owned by the managers. Indeed, managers, because they typically own a small percentage of the firm, have a natural incentive to pursue

b. Impunidade e desproporção no rateio da condenação

Ainda sobre a responsabilidade dos administradores quanto às informações que divulgarem ao mercado ou sua omissão, tratando-se do mercado secundário, no qual a companhia não auferirá qualquer vantagem em razão da falha informacional, as ações judiciais movidas pelos investidores para reparação de seus prejuízos deveriam tão somente ser direcionadas aos próprios administradores²³⁵. Não há, no ordenamento jurídico brasileiro, previsão de que o acionista possa, em razão de dano direto ao seu patrimônio decorrente de divulgações falsas ou incompletas que tenham resultado na sobrevalorização ou depreciação do valor das ações, promover demanda judicial contra a própria companhia para buscar ser ressarcido²³⁶.

Portanto, caberia ao dirigente do emissor de valores mobiliários que, por inobservância da regulamentação vigente, veiculou declarações falsas ou deixou de cumprir com o dever de informação, a responsabilidade pelas eventuais indenizações pleiteadas pelos acionistas lesados²³⁷. Entretanto, a preocupação quanto à punição daqueles que efetivamente colaboraram para causar os danos ou mesmo a origem dos recursos para sua compensação não

*strategies that benefit themselves disproportionately vis-à-vis the firm's owners.” (COX, James D.; THOMAS, Randall S.. Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical evidence and legal implications of the failure of financial institutions to participate in securities class action settlements. *Stanford Law Review*, vol. 58. Jan. 2005, p. 425. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=655181>>. Acesso em 01 out. 2017.)*

²³⁵ “*Já quando o administrador age com violação da lei ou do estatuto, a sociedade não responde pelos danos, exceto se: (i) houver tirado proveito do ato; (ii) houver ratificado o ato; ou (iii) prejudicado terceiro de boa-fé. Em tais hipóteses, evidentemente a companhia terá ação regressiva contra o administrador.*” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. 4. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 405.)

²³⁶ “*Conforme analisado, nos Estados Unidos, os investidores que se julgam prejudicados pela divulgação de informações falsas ou incompletas de companhias abertas, desde que tenham adquirido os valores mobiliários no mercado de capitais, podem adotar, com fundamento na Rule 10b-5 do Exchange Act e na fraud-on-the-market theory, medidas judiciais contra a própria companhia e/ou seus administradores. (...) O ordenamento jurídico brasileiro, por sua vez, não prevê qualquer medida reparatória que possa ser movida por acionistas diretamente contra a companhia a fim de obter ressarcimento por danos causados ao seu próprio patrimônio. Além disso, diferentemente do que preceitua a fraud-on-the-market theory, o autor da ação de responsabilidade no Brasil é obrigado a demonstrar o ato ilícito praticado, o dano e o nexo de causalidade. O prejuízo não pode ser presumido, deve ser certo e atual.*” (EIZIRIK, Nelson. A “*Fraud-On-The-Market Theory*” pode ser aplicada no Direito Societário brasileiro?. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 100-101)

²³⁷ “*À margem de suas responsabilidades perante a companhia, respondem ainda os administradores (art. 159, § 7º) pelos prejuízos que causarem a terceiros ou a algum acionista individualmente, hipótese em que o interessado terá ação individual contra o administrador culpado. Diversamente da ação social, que é proposta no interesse da companhia, a ação individual compete ‘ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador’. Com essa ação, buscará o acionista uma indenização pessoal dada em dano ou prejuízo que lhe tenha sido diretamente causado. (...) A ação individual concerne a dano direto, pessoal e específico que a administração da sociedade tenha causado a determinado acionista ou grupo de acionistas.*” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 420-421.)

parece vir sendo um aspecto relevante quando se avaliam os desafios da reparação dos investidores prejudicados.

O histórico estadunidense demonstra que os tribunais federais têm repetidamente declarado não ter qualquer responsabilidade em supervisionar o rateio entre os réus do valor a ser pago aos acionistas no âmbito de *class actions* envolvendo valores mobiliários²³⁸. Nesse sentido, não há relevância quanto à forma como os diversos réus compartilham a responsabilidade entre si, mas tão somente que a liquidação do acordo seja justa, razoável e adequada para a classe de investidores requerentes²³⁹.

Sendo assim, mesmo que haja um claro descumprimento do dever de informação pelos administradores, a companhia e, indiretamente, seus acionistas, poderão acabar suportando toda a responsabilidade pelo pagamento da indenização. Esse foi o caso, por exemplo, da *Cendant Corporation*, que chegou a ser uma das maiores companhias abertas do mundo²⁴⁰, atuando no ramo de serviços e suprimentos corporativos, antes de encerrar seus negócios em 2006.

Em dezembro de 1997, a *CUC International, Inc.* fundiu-se com a *HFS Inc.*, resultando na constituição da *Cendant*. Após protocolar suas demonstrações financeiras referentes ao exercício de 1997, a companhia anunciou, em abril de 1998, que havia identificado irregularidades contábeis em algumas antigas unidades da *CUC*, pelo qual rerepresentaria as referidas informações financeiras, sugerindo que também poderia rever os dados de períodos anteriores. No dia seguinte ao anúncio, suas ações negociadas na *New York Stock Exchange* apresentaram uma queda na cotação de US\$ 35.5 para US\$ 19 por ação, correspondente a uma desvalorização de 47%²⁴¹.

²³⁸ Vide: (i) *Masterson v. Pergament*, 203 F.2d 315, 330 (6th Cir.), certificação negada, 346 U.S. 832, 74 S. Ct. 33, 98 L. Ed. 355 (1953); (ii) *Bonime v. Doyle*, 416 F. Supp. 1372, 1387 (S.D.N.Y. 1976), certificação deferida, 556 F.2d 554 (2d Cir.), certificação negada, 434 U.S. 924, 98 S. Ct. 401, 54 L. Ed. 2d 281 (1977); (iii) *Fox v. Glickman Corp.*, 253 F. Supp. 1005, 1013 (S.D.N.Y. 1966); e (iv) *Duban v. Diversified Mortgage Investors*, 87 F.R.D. 33, 40 (S.D.N.Y. 1980).

²³⁹ “*In approving the proposed settlement of a class action, a district court has the fiduciary responsibility of ensuring that the settlement is fair and not a product of collusion, and that the class members' interests were represented adequately. (...) If the total compensation to class members is fair, reasonable, and adequate, the court is not required to supervise how the defendants apportion liability for that compensation among themselves.*” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT. *Warner Communications, Inc. v. Stephen J. Gross* 798 F.2d 35 (2d Cir. 1986). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/798/35/445069/>>. Acesso em 30 set. 2017.)

²⁴⁰ FORBES. *Global 2000: The world's largest public companies*. Business services & supplies. Fev. 2006. Disponível em: <https://www.forbes.com/lists/2006/18/Business_services_supplies_Rank_1.html>. Acesso em 30 set. 2017.

²⁴¹ “*On March 31, 1998, Cendant filed its Form 10-K Annual Report with the SEC, which included the company's 1997 financial statements. Two weeks later, after the close of trading on April 15, 1998, Cendant announced that it had discovered "accounting irregularities" in certain units of the former CUC. The notice stated that Cendant expected to restate its annual and quarterly financial statements for 1997 and possibly for earlier periods as well; (...). The next day, Cendant's stock fell 47%, from \$35-5/8 to \$19-1/16 per share, triggering several class action*

Em julho de 1998, a *Cendant* comunicou ao mercado que as demonstrações financeiras da *CUC* dos exercícios de 1995 e 1996 também seriam revistas, razão pela qual suas ações voltaram a apresentar quedas adicionais de 9%, atingindo o valor de US\$ 15 por ação. No mês seguinte, a companhia arquivou na *Securities and Exchange Commission* um relatório indicando que suas demonstrações financeiras dos anos de 1995, 1996 e 1997 seriam ajustadas em aproximadamente US\$ 500 milhões, o que representou uma desvalorização na cotação de suas ações em outros 11%, passando para US\$ 11 por ação. Essa situação provocou o ajuizamento, apenas entre abril a agosto de 1998, de ao menos 64 *class actions* pelos seus investidores - que perderam mais de US\$ 20 bilhões em capitalização de mercado - sob a alegação de violação à regulação do mercado de capitais pela *Cendant*, seus administradores e outras partes, como a *Ernst & Young, LLP*, auditoria independente responsável por verificar as demonstrações da *CUC* até a sua fusão²⁴².

Em agosto de 2000, a companhia e a *Ernst & Young* firmaram um acordo para ressarcimento dos acionistas, pelo qual foram pagos US\$ 3.1865 bilhões aos acionistas prejudicados, sendo US\$ 2,8515 bilhões de responsabilidade da *Cendant* e US\$ 335 milhões da auditoria, tendo sido homologado pela *United States District Court*²⁴³. O referido acordo figura atualmente como o 4º maior em valor absoluto pago a investidores prejudicados já firmado no Poder Judiciário dos Estados Unidos da América, no âmbito de ações coletivas envolvendo valores mobiliários²⁴⁴.

lawsuits on behalf of investors who purchased CUC or Cendant stock during 1997." (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE THIRD CIRCUIT. *In re Cendant Corp Litig.* 264 F.3d 201 (2001). Disponível em: <<http://www2.ca3.uscourts.gov/opinarch/002520.txt>>. Acesso em 08 out. 2017.)

²⁴² "On July 14, 1998, Cendant announced that it would also restate CUC's annual and quarterly financial statements for 1995 and 1996. Following this announcement, Cendant's stock fell by another 9%, to \$15-11/16 per share. On August 28, 1998, Cendant filed Willkie Farr's report of its investigation, with the SEC. The report revealed that Cendant would restate its 1995, 1996, and 1997 financial statements by approximately \$500 million. On August 31, 1998, the first trading day after Cendant's disclosure of the Willkie Farr report, Cendant's stock fell another 11%, to \$11-5/8. The disclosure of the report triggered several more lawsuits arising from purchases of CUC securities during the broader period of alleged fraud. All told, Cendant shareholders lost more than \$20 billion in market capitalization. Between April and August 1998, at least sixty-four putative securities fraud class action lawsuits were filed nationwide as a result of the above disclosures. Generally speaking, the lawsuits alleged that, from 1995 to 1998, CUC/Cendant had issued a series of materially false and misleading statements in the form of quarterly reports, annual reports, registration statements, prospectuses, and press releases, and that these statements artificially inflated CUC/Cendant's stock price. The lawsuits named as defendants Cendant, its officers and directors, and other parties--including E&Y, which had acted as CUC's independent public accountant from 1983 until the time of the creation of Cendant" (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE THIRD CIRCUIT. *In re Cendant Corp Litig.* 264 F.3d 201 (2001). Disponível em: <<http://www2.ca3.uscourts.gov/opinarch/002520.txt>>. Acesso em 08 out. 2017.)

²⁴³ UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE DISTRICT OF NEW JERSEY. *In re Cendant Corp Litig.* 98-cv-1664 (2000). Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1002/CD98/2000815_r02s_981664.pdf>. Acesso em 08 out. 2017.

²⁴⁴ STANFORD LAW SCHOOL. Securities Class Action Clearinghouse. *Top Ten by Largest Settlement.* Disponível em: <<http://securities.stanford.edu/top-ten.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

Contudo, a indenização paga pela *Cendant* foi suportada exclusivamente pela companhia, sem quaisquer contribuições feitas pelos seus administradores. Por essa razão, Martin Deutch, um de seus acionistas, recorreu ao Poder Judiciário se opondo à celebração do acordo, ressaltando que 13 dos 14 membros do conselho de administração da *Cendant* também eram processados na ação e, no entanto, nenhum deles contribuiu significativamente para o pagamento do acordo²⁴⁵. A corte distrital rejeitou as reivindicações, tendo a sentença sido mantida pela *United States Court of Appeals for the Third Circuit* sob o argumento de que o juízo deve exclusivamente determinar se o acordo é justo, razoável e adequado à classe de investidores.

*“Acreditamos que a Corte Distrital identificou corretamente a lei aplicável - sob o Fed. R. Civ. P. [Federal Rule of Civil Procedure] [Rule] 23 (e), os tribunais devem determinar se o acordo é justo, razoável e adequado à classe. (...); ver também 2 Herbert Newberg & Alba Conte, Newberg on Class Actions S 11.46, de 11-105 a 11-106 (3d ed. 1992) (“O tribunal deve ter certeza de que o acordo garante uma vantagem adequada para a classe em troca da renúncia dos direitos de litígio contra os réus.”)*²⁴⁶

Logo, a proposta de dissuasão ao cometimento de falhas informacionais no âmbito do mercado de capitais por meio da responsabilização das companhias na reparação de eventuais prejuízos aos seus investidores tende a não prosperar quando, tendo os administradores deixado de observar o dever de informação, apenas os próprios emissores de valores mobiliários virem a suportar todo o ônus dos acordos ou condenações.

²⁴⁵ “(1) *Cendant* was not adequately represented in the class action because 13 of the 14 members of *Cendant*'s board of directors that negotiated and approved the settlement were also defendants in the class action and therefore operated under a conflict of interest; (2) The settlement was grossly unfair to *Cendant* and its current shareholders because it eliminated valuable contribution claims against the individual defendants without any meaningful payment into the settlement by these defendants; (...)” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE THIRD CIRCUIT. *In re Cendant Corp Litig.* 264 F.3d 286 (2001), p. 9. Disponível em: <<http://www2.ca3.uscourts.gov/opinarch/002520.txt>>. Acesso em 08 out. 2017.)

²⁴⁶ Tradução livre do autor para: “We believe that the District Court correctly identified the applicable law - under Fed. R. Civ. P. 23(e), courts must determine whether the settlement is fair, reasonable, and adequate to the class. (...); see also 2 Herbert Newberg & Alba Conte, *Newberg on Class Actions* S 11.46, at 11-105 to 11- 106 (3d ed. 1992) (“The court must be assured that the settlement secures an adequate advantage for the class in return for the surrender of litigation rights against the defendants.”).” (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE THIRD CIRCUIT. *In re Cendant Corp Litig.* 264 F.3d 286 (2001), p. 9. Disponível em: <<http://www2.ca3.uscourts.gov/opinarch/002520.txt>>. Acesso em 08 out. 2017.)

c. Seguros D&O

A partir de 1996, as seguradoras passaram a ofertar uma variação dos seguros de responsabilidade civil (*Directors and Officers - D&O - liability insurance*) para as próprias companhias, pelo qual a apólice abrangeria a proteção do patrimônio não só de seus administradores, mas também dos ativos da sociedade²⁴⁷. Essa modalidade teve ampla aceitação no mercado, sendo contratada pela maioria das companhias que buscavam resguardar seus conselheiros e diretores²⁴⁸.

Por essa razão, a maior parte dos seguros D&O passaram a proteger tanto os ativos individuais dos conselheiros e diretores como os da própria companhia. Como resultado, os custos dessa ampla proteção, que aumenta quanto maior são os ativos abrangidos na apólice e os riscos a eles relacionados²⁴⁹, representa ainda mais encargos indiretos aos acionistas da sociedade. Isto é, os administradores, em um claro conflito de agência²⁵⁰, imputam às companhias o pagamento de onerosos prêmios de seguro de responsabilidade civil, ao invés de limitarem sua autonomia ou exporem seu próprio patrimônio pessoal a maiores riscos, visto que a redução dos custos dos seguros D&O não lhes interessam e tampouco os beneficiam²⁵¹.

Esses seguros são especialmente caros, visto que as seguradoras não possuem a prerrogativa de assumir a defesa da ação judicial, mas tão somente reembolsar os valores

²⁴⁷ “The entity-insurance variation of D&O insurance first appeared in 1996, during the growth period in D&O insurance. These policies provide coverage for risks similar to those D&O policies cover but extend to liability incurred by the corporation itself. They are separate policies from D&O policies, carrying their own premiums.” (CUNNINGHAM, Lawrence A.. *Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability*. *UCLA Law Review*, vol. 52. Jun. 2004, p. 31-32. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=554863>>. Acesso em 08 out. 2017.)

²⁴⁸ “Despite its recent appearance, entity insurance caught on quickly, and over 90% of D&O insureds had entity coverage as of 2002.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 47-48. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁴⁹ “Indeed, if D&O insurance insulates corporations and their directors and officers from the financial impact of liability, and if D&O insurers do not provide other incentives to prevent the kinds of activities that lead to liability, then D&O insurance seems likely to increase the amount of shareholder losses due to securities law violations. This is the moral hazard of D&O insurance.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J.. *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer*. *Georgetown Law Journal*, vol. 95, p. 1799. Nov. 2006, p. 1.815, nota de rodapé 95. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=946309>>. Acesso em 29 set. 2018.

²⁵⁰ “Their main explanation is agency cost. Since managers have little reason to act in the interest of shareholders when taking out insurance, they choose plans that limit their personal exposure to liability and thus do not set the right incentives.” (GELTER, Martin. *Risk-shifting through issuer liability and corporate monitoring*. European Corporate Governance Institute. Working Paper Series in Law, nº. 228. Out. 2013, p. 10-11. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2335721>>. Acesso em 20 out. 2017.)

²⁵¹ “(...) corporate managers prefer to pay high premiums, rather than limit their autonomy, either in the choice or monitoring of defense counsel, or commit to loss prevention measures, because the potential cost savings on D&O insurance are not important to them.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 27, nota de rodapé 73. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

despendidos até o limite da apólice, desde que razoáveis, motivo pelo qual elas têm pouca capacidade de controlar os custos da defesa²⁵² - exemplificativamente, chegando a situações em que o advogado de defesa faturou até US\$ 75 milhões no decorrer de 18 meses da ação judicial²⁵³. Portanto, essas elevadas despesas resultam em prêmios de seguro mais onerosos, a medida que a seguradora repassa seus custos à companhia e, indiretamente, a seus acionistas²⁵⁴.

O histórico estadunidense demonstra que, apenas entre 1991 e 2004, 3.239 ações coletivas foram ajuizadas, das quais 1.754 já haviam sido concluídas até o final de 2004. Contrastando com esses números, desde 1980 até 2005, apenas 13 dos acordos celebrados para encerramento dessas *class actions* envolviam pagamentos pelos próprios membros da administração das companhias demandadas²⁵⁵. Desses casos, 03 relacionavam-se a fraudes famosas – Enron, WorldCom e Tyco, correspondentes, respectivamente, aos maiores acordos em valor absoluto pagos a investidores prejudicados já firmados no Poder Judiciário dos Estados Unidos da América, no âmbito de ações coletivas envolvendo valores mobiliários²⁵⁶-, enquanto que os restantes envolveram principalmente companhias insolventes com sérios problemas de cobertura de D&O²⁵⁷.

²⁵² “Unlike most forms of liability insurance, where the insurer provides and controls the defense, thereby reduce the insurer’s loss *ex post*, D&O insurance gives no control over the defense to the insurer, but simply reimburses the policyholders’ defense costs up to the dollar limit of the policy, subject to the requirement that the defense costs be reasonable. As a result, D&O insurers have little ability to control defense costs.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 18. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁵³ “I will give you two customers, both Fortune 500 companies, both in 10b-5 securities class actions. One customer spent \$75 million in the course of eighteen months, and another one spent \$3.5 [million], and the difference was the deductible.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J.. *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer*. *Georgetown Law Journal*, vol. 95, p. 1795. Nov. 2006, p. 1.816. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=946309>>. Acesso em 29 set. 2018.)

²⁵⁴ “What all this suggests is that the existing form of D&O insurance does not simply distribute the risk of legally compensable investment losses. Instead, that form of D&O insurance likely increases those losses and, because of the comparatively unmanaged *ex post* moral hazard, almost certainly increases the overall cost of those losses.” (BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J.. *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer*. *Georgetown Law Journal*, vol. 95, p. 1795. Nov. 2006, p. 1.821. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=946309>>. Acesso em 29 set. 2018.)

²⁵⁵ “For instance, according to NERA’s securities litigation database, of the 3239 federal securities cases filed against public companies between 1991 and 2004, 1754 had settled by the end of 2004. (...) Since settlements are so common, we investigated whether outside directors have made out-of-pocket payments pursuant to settlement agreements. The only generally known instances in which outside directors made out-of-pocket payments to settle securities, corporate, or ERISA claims involved WorldCom, Enron, and proceedings brought by the SEC against an outside director of Tyco. Our empirical investigation unearthed nine additional settlements since 1980 in which outside directors made out-of-pocket payments.” (BLACK, Bernard S.; CHEFFINS, Brian R.; KLAUSNER, Michael D.. *Outside Director Liability (Before Enron and Worldcom)*. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, nº 250, Nov. 2003, p. 1.068. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=382422>>. Acesso em 29 set. 2018.)

²⁵⁶ STANFORD LAW SCHOOL. *Securities Class Action Clearinghouse. Top Ten by Largest Settlement*. Disponível em: <<http://securities.stanford.edu/top-ten.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

²⁵⁷ “The other nonpublic oversight cases also involved insolvent companies with serious D&O coverage problems.” (BLACK, Bernard S.; CHEFFINS, Brian R.; KLAUSNER, Michael D.. *Outside Director Liability*

TABELA 2 – Pagamentos de acordos nas *class actions* envolvendo valores mobiliários por membros da administração das companhias demandadas, 1980-2005²⁵⁸

Company	Type of Case	Year	Company Solvent	D&O Insurance	Number of Directors Sued	Nature of Payment	Total Payment by Outside Directors
Oversight Failures (Ranked by Size of Payment)							
WorldCom	Securities § 11	2005	No	Contested	12	Settlement	\$24.75 Million
Enron	Securities § 11	2005	No	Yes	10	Settlement	\$13 Million
	ERISA / DoL	2004		Yes (ERISA Coverage)	11	Settlement	\$1.5 Million
Independent Energy Holdings	Securities § 11	2003	No	Low, Contested	4	Settlement	Portion of \$2 Million Paid by Directors & Officers
Confidential Case #1	Securities § 11	~2000	No	Low, Contested	Several, Exact Number Not Disclosed	Settlement	Low \$ Millions
Van Gorkom	Duty of Care	1985	Yes	Yes	10	Settlement	\$1.35 Million
Ramtek	Securities §§ 10(b), 11	1992	No	No	2	Settlement & Legal Fees	\$300,000 Plus Legal Fees
Baldwin-United	Securities § 10(b)	1985	No	No	Several	Legal Fees	Unknown
Confidential Case #2	Securities § 10(b)	~2000	No	Low, Contested	Several, Exact Number Not Disclosed	Legal Fees	~\$50,000
Confidential Case #3	Creditor Suit, Duty of Care	Mid-2000s	No	Low, Contested	Several, Exact Number Not Disclosed	Settlement	\$300,000-400,000
Peregrine	Securities § 11	2000s	No	Low, Contested	Several	Legal Fees	Unknown, Case Ongoing
Self-Dealing and Duty of Loyalty Cases							
Tyco (Frank Walsh)	SEC and Criminal Enforcement	2002	Yes	Yes	1	Disgorgement; Criminal Fine	\$22.5 Million
Fuqua	Duty of Loyalty	2005	Yes	Insurer Bankrupt	1	Settlement	Portion of \$7 Million Paid by Directors & Officers
Ultra Vires Transaction							
Lone Star Steakhouse	Ultra Vires	2005	Yes	Yes	4	Settlement	\$54,400 + Option Repricing

Fonte: Bernard S. Black, Brian R. Cheffins e Michael D. Klausner

(Before Enron and Worldcom). *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, nº 250, Nov. 2003, p. 1.069. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=382422>>. Acesso em 29 set. 2018.)

²⁵⁸ BLACK, Bernard S.; CHEFFINS, Brian R.; KLAUSNER, Michael D.. Outside Director Liability (Before Enron and Worldcom). *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, nº 250, Nov. 2003. “Table 2. Out-of-Pocket Payments by Outside Directors, 1980-2005”, p. 1.070-1.071. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=382422>>. Acesso em 29 set. 2018.

Aproximadamente 96% dos acordos celebrados no âmbito das *class action* envolvendo valores mobiliários estão dentro da cobertura típica dos D&O, sendo os valores provenientes das apólices a única fonte dos recursos auferidos para liquidação dos acordos²⁵⁹.

*“Como resultado, se os insiders [executivos seniores, fundadores e acionistas controladores] que são mais culpados podem aparentemente escapar da responsabilidade pessoal em class action envolvendo valores mobiliários, a lógica de dissuasão para essa ação parece em grande parte solapada.”*²⁶⁰

Portanto, raramente os membros da administração das companhias demandadas contribuem com seu próprio patrimônio individual no pagamento dos valores definidos em acordos celebrados para reparação dos investidores prejudicados.

*“A dissuasão é ainda mais complicada pelo fato de que os indivíduos responsáveis pela violação dificilmente têm que contribuir para qualquer pagamento feito à classe. Metade ou mais do pagamento de liquidação normalmente vem do seguro e, portanto, não é suportado diretamente por indivíduos ou entidades demandadas. Os réus individuais quase nunca contribuem pessoalmente para os acordos. Com certeza, as apólices de responsabilidade dos conselheiros e diretores fornecem a principal fonte de financiamento do seguro, mas essas apólices são pagas pela corporação e seus resultados não representam em nenhum sentido um pagamento direto pelos réus individuais.”*²⁶¹

²⁵⁹ *“Perhaps the greatest condemnation of the securities class action is the evidence that approximately 96% of securities class action settlements are within the typical insurance coverage, with insurance proceeds often being the sole source of settlement funds. More specifically, testimony to Congress reported that companies commonly carry \$10 million to \$20 million of insurance and approximately 40% of the cases are settled for under \$2.5 million, 43% for between \$2.5 million and \$10 million, and about 13% for between \$10 million and \$20 million.”* (COX, James D.. Making Securities Fraud Class Action Virtuous. *Arizona Law Review*, vol. 37, nº 4. Jul. 1977, p. 512. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=10520>>. Acesso em 02 out. 2017.)

²⁶⁰ Tradução livre do autor para: *“As a result, if the insiders who are most culpable can apparently escape personal liability in securities class actions, the deterrent rationale for that action seems largely undercut.”* (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006, p. 27. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁶¹ Tradução livre do autor para: *“Deterrence is further complicated by the fact that the individuals responsible for the violation hardly ever have to contribute to any payment made to the class. Half or more of the settlement payment typically comes from insurance, and thus is not borne directly by either individual or entity defendants. Individual defendants almost never contribute personally to settlements. To be sure, directors' and officers' liability policies provide the primary source of insurance funding, but these policies are paid for by the corporation and their proceeds do not in any sense represent a direct payment by the individual defendants.”* (ALEXANDER,

Nesse sentido, é bastante improvável que as liquidações das ações coletivas de reparação de prejuízos decorrentes de falhas informacionais no âmbito do mercado secundário contra as companhias abertas realmente resultem em qualquer recuperação líquida aos investidores, particularmente aos acionistas diversificados que assumem indiretamente o custo do acordo ou da condenação²⁶².

Tratando-se de mercados com propriedade de capital concentrada, tanto os onerosos prêmios de seguro quanto as eventuais quedas na cotação das ações decorrentes da repercussão negativa do pagamento de ressarcimentos a investidores serão suportados em maior escala pelo acionista ou grupo controlador²⁶³. Por outro lado, caso a titularidade das ações de emissão da companhia seja dispersa, as despesas relacionadas a esses seguros recaem em acionistas amplamente diversificados, ainda que não tenham a efetiva capacidade de controle e monitoramento sobre as atividades dos administradores, pelo qual o repasse desses custos indiretos não resulta em qualquer efeito de dissuasão²⁶⁴.

Janet Cooper. Rethinking Damages in Securities Class Actions, *Stanford Law Review*, vol. 48, p. 1.487-1.537, Jul. 1996, p. 1.498-1.499. Disponível em: <<https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2015/06/48StanLRev.pdf>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁶² “As a result, it is an open question as to whether the typical securities class action settlement actually produces any net recovery, particularly to diversified shareholders.” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006, p. 18-19. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁶³ “The obvious response is that a large shareholder – other than the group of managers dominating a firm with dispersed ownership – absorbs a large part of the cost of both high insurance premia (due to high fraud risk) and the reduction in the stock price resulting from a damages award, which managers in a dispersed ownership firm does not do.” (GELTER, Martin. *Risk-shifting through issuer liability and corporate monitoring*. European Corporate Governance Institute. Working Paper Series in Law, n°. 228. Out. 2013, p. 16. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2335721>>. Acesso em 20 out. 2017.)

²⁶⁴ “The whole point of putting liability on directors and officers, however, is deterrence, not compensation. If deterrence is to be maintained, allowing issuer paid D&O insurance for disclosure violations is highly problematic. One reason is that, unlike the external certifier, it would be the issuer, not the insured, who would be paying for the policy. The officers and directors might be able to prompt the issuer, in a nontransparent transaction, to buy a policy that, in return for being expensive, involves little scrutiny of the history and procedures of the officers and directors who are covered. Shareholders would end up paying the bill for this low scrutiny policy.” (FOX, Merrit B. *Civil Liability and Mandatory Disclosure*. European Corporate Governance Institute. Law Working Paper n°. 109/2008. Out. 2008, p. 59. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1115361>>. Acesso em 01 out. 2017.)

CONCLUSÕES

No âmbito do mercado de capitais, é indiscutível que o ofertante de valores mobiliários é responsável pelas informações prestadas no prospecto nas esferas administrativa, civil e penal. Contudo, tratando-se do mercado secundário, a responsabilidade das próprias companhias por danos causados aos seus investidores decorrentes de falhas informacionais representa um contexto mais complexo, que ainda carece de uma análise mais ampla a respeito de sua adequação e conveniência.

Sob uma perspectiva exclusivamente das consequências de seus resultados, de acordo com a literatura a respeito da experiência dos Estados Unidos da América e as considerações já formuladas nesse sentido na Comunidade Europeia, atribuir a responsabilidade direta da indenização aos emissores tende a provocar tantos efeitos negativos adversos que podem superar os possíveis benefícios. Os estudos vêm demonstrando que esses litígios penalizam desproporcionalmente as companhias e seus acionistas e inibem a punição dos verdadeiros responsáveis pelos prejuízos sofridos pelos investidores.

Isto é, a responsabilidade individual dos administradores ou controladores por falhas informacionais no âmbito do mercado secundário pode representar uma dissuasão potencialmente mais forte e com menores custos, tendo em vista que os benefícios sociais da responsabilidade do emissor são controversos, especialmente em razão das suas consequências redistributivas inadequadas. Ainda que os agentes individuais possam ter menor capacidade patrimonial para ressarcir os danos aos investidores, a compensação não deve ser o principal objetivo da responsabilidade por distorções informacionais no mercado de capitais, mas sim a sua prevenção.

Naqueles cenários em que há maior dispersão acionária, assim como demonstrado pela experiência estadunidense, a responsabilidade direta das companhias pela inobservância do dever de informação transfere os custos decorrentes da celebração de acordos ou da condenação a seus acionistas indistintamente, sem qualquer correlação com a prática do ilícito ou sua capacidade de evitá-lo. Por essa razão, o resultado é pouca ou nenhuma dissuasão, motivo pelo qual esse sistema de responsabilização beneficia somente alguns restritos atores: administradores, acionistas controladores, advogados e companhias de seguros - mas não os investidores lesados²⁶⁵.

²⁶⁵ “*To the extent that contemporary securities litigation imposes its costs almost exclusively on the corporation and its insurers, this system benefits three sets of actors: corporate insiders, plaintiff’s attorneys, and insurance companies – but not shareholders.*” (COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on*

De outra forma, no que se refere aos mercados de propriedade concentrada de capital, como é o caso europeu e brasileiro, apesar dos possíveis incentivos que essa responsabilização poderia propiciar – melhor seleção e monitoramento dos administradores ou o adequado controle da qualidade das informações divulgadas –, os ilícitos típicos desse cenário envolvem diretamente os próprios controladores, a quem caberia efetivar essas externalidades positivas. Ainda que sejam eles os maiores prejudicados em caso de demandas reparatorias contra a sociedade, não há que se falar em sua maior diligência decorrente do receio de condenação da companhia, visto que, historicamente e na maioria dos casos, são especificamente seus acionistas majoritários que idealizam as fraudes nas quais as corporações restam envolvidas²⁶⁶.

Portanto, imputar aos emissores de valores mobiliários a responsabilidade pela conduta inadequada praticada por seus diretores ou controladores no âmbito do mercado secundário tende a representar efeitos dissuasivos ineficientes, especialmente pelo fato da companhia não contribuir na autoria do ato ilícito e tampouco beneficiar-se dos resultados, sendo incapaz por si só de reduzir efetivamente a probabilidade da falha informacional²⁶⁷. Exigir que as companhias assumam os custos decorrentes da reparação dos danos aos investidores prejudicados representa internalizar nas corporações e, indiretamente, em seus acionistas, a responsabilidade pela inobservância de deveres individuais de seus agentes.

É necessário que, nos casos em que houver, no contexto do mercado secundário, omissão de informações ou sua divulgação de forma não fidedigna, comprovando-se a existência de danos e cumpridos os demais pressupostos da ação de responsabilidade civil, a imposição da obrigação de indenizar seja direcionada diretamente àqueles agentes a quem se atribua o dever de informação e aos que eventualmente tenham contribuído para o seu descumprimento.

Considerando as dificuldades de comprovação dos danos resultantes de falhas informacionais na divulgação contínua e periódica de informações pelas companhias, especialmente em razão da amplitude e complexidade da formação dos preços no mercado

deterrence and its implementation. Columbia Law School. Working Paper n°. 293. Out. 2006, p. 67. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.)

²⁶⁶ Vide, quanto aos casos citados nessa pesquisa, tratando-se de estruturas de capital social concentrado, a comprovação pelas investigações do envolvimento dos controladores Carlos Tanzi, no caso Parmalat, Marcelo Odebrecht, no caso Odebrecht, e Joesley Batista, no caso JBS.

²⁶⁷ Para um estudo mais completo a respeito da análise econômica da responsabilidade indireta entre os principais e seus agentes: SYKES, Alan O.. The Boundaries of Vicarious Liability: An Economic Analysis of the Scope of Employment Rule and Related Legal Doctrines. *Harvard Law Review*, vol. 101, p. 563-609, jan. 1988. Disponível em: <<https://law.stanford.edu/publications/the-boundaries-of-vicarious-liability-an-economic-analysis-of-the-scope-of-employment-rule-and-related-legal-doctrines/>>. Acesso em 11 jan. 2019.

secundário, uma possível estratégia que poderia vir a ser adotada pelas autoridades públicas responsáveis pela regulação e supervisão do mercado de capitais, quando confirmado o descumprimento da obrigação de informar, seria a inversão do ônus da prova referente ao nexo causal entre a falha informacional e o dano. Dessa forma, em razão dos deveres fiduciários enquanto diretores da companhia, os membros da administração seriam responsáveis por demonstrar, por meio de evidências consistentes e verificáveis, que as informações omitidas ou inverossímeis não distorceram a cotação das ações negociadas, sob pena de, não conseguindo fazê-lo, comprovarem sua responsabilidade pessoal em razão da inobservância do dever de informar.

Com o fim de satisfazer a pretensão indenizatória dos investidores prejudicados, pode ainda ser razoável alguma iniciativa legislativa que permita a venda compulsória das ações de titularidade dos acionistas controladores como sanção à prática de atos que resultem em abuso de poder de controle, nos termos do artigo 117 da Lei das Sociedades por Ações. Dessa forma, comprovada a contribuição desses para a falha informacional, seja propriamente ao divulgar informações inverídicas ou induzir os diretores a descumprirem seu dever de informar, a possibilidade de alienação das ações da própria companhia detidas pelos controladores seria uma garantia financeira aos demais investidores, enquanto compensação de danos, e também um mecanismo de dissuasão a eventuais ingerências prejudiciais à companhia.

Somente por meio do direcionamento da responsabilização ao nível dos autores individuais culpados pelas falhas informacionais é que haverá incentivos suficientes para dissuadir potenciais manipulações das companhias pelos controladores e eventuais negligências dos diretores na divulgação de informações, progredindo então para a punição dos verdadeiros responsáveis pelos ilícitos. A partir de então será possível superar o atual cenário de custos indiretos a acionistas amplamente diversificados, decorrente do pagamento de indenizações pelas companhias, e a mera coleta de valores de indenizações de apólices de seguros corporativos.

*"Cada dólar contribuído para o acordo pelos réus individuais é um dólar de ganho para o recorrente e aqueles em suas circunstâncias. Cada dólar contribuído pelos réus corporativos é parcialmente compensado pela diminuição proporcional do valor das ações do recorrente devido ao pagamento."*²⁶⁸

²⁶⁸ Tradução livre do autor para: "Every dollar contributed to the settlement by the individual defendants is a dollar of gain to appellant and those in his circumstances. Every dollar contributed by the corporate defendants is

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission*. Washington: U. S. Government Printing Office, 1977. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/2027/pst.000012956579>>. Acesso em 26 mai. 2011.

ALEXANDER, Janet Cooper. Rethinking Damages in Securities Class Actions, *Stanford Law Review*, vol. 48, p. 1.487-1.537, Jul. 1996. Disponível em: <<https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2015/06/48StanLRev.pdf>>. Acesso em 01 out. 2017.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneo*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 228-255.

ARLEN, Jennifer; CARNEY, William J.. Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence. *University of Illinois Law Review*, v. 1992, nº 3, 1992. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2042097>>. Acesso em 01 out. 2017.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H.. *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*. Oxford Legal Studies Research Paper nº. 21/2009, Jul. 2009. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em 01 out. 2017.

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. JBS S.A.. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=JBSS3>. Acesso em 13 jan. 2019.

_____. *Participação dos Investidores*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/participacao-dos-investidores/volume-total/2018.htm>. Acesso em 14 out. 2018.

_____. *Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS. PETR3*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=PETR3>. Acesso em 13 jan. 2019.

_____. *Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS. PETR4*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=PETR4>. Acesso em 13 jan. 2019.

BAI, Lynn; COX, James D.; THOMAS, Randall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, Jun. 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1574447>>. Acesso em 01 out. 2017.

BAKER, Tom; GRIFFITH, Sean J.. The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer. *Georgetown Law Journal*, vol. 95, p. 1795. Nov. 2006. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=946309>>. Acesso em 29 set. 2018.

BHAGAT, Sanjai; BIZJAK, John M.; COLES, Jeffrey L.. *The Shareholder Wealth Implications of Corporate Lawsuits*, Set. 1996. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=8129>>. Acesso em 01 out. 2017.

BLACK, Bernard S.; CHEFFINS, Brian R.; KLAUSNER, Michael D.. Outside Director Liability (Before Enron and Worldcom). *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, nº 250, Nov. 2003. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=382422>>. Acesso em 29 set. 2018.

BBC. *Zelotes: entenda a outra operação que está mexendo com as grandes empresas*. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-36415051>>. Acesso em 07 set. 2018.

partially offset by the pro rata decrease in the value of appellant's stock due to the payment." (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT. *Warner Communications, Inc. v. Stephen J. Gross* 798 F.2d 35 (2d Cir. 1986). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/798/35/445069/>>. Acesso em 30 set. 2017.)

BOETRICH, Stefan; STARYKH, Svetlana. *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2017 Full-Year Review*. NERA Economic Consulting, Jan. 2018. Disponível em: <http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf>. Acesso em 29 set. 2018.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras. *Formulário de Referência – 2018*. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/firmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=76855>>. Acesso em 07 set. 2018.

_____. Congresso Nacional. *Decreto nº 1.306, de 09 de novembro de 1994*. Brasília: 09 nov. 1994.

_____. Congresso Nacional. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Brasília: 10 jan. 2002.

_____. Congresso Nacional. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília: 15 dez. 1976.

_____. Congresso Nacional. *Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985*. Brasília: 24 jul. 1985.

_____. Congresso Nacional. *Lei nº 7.913, de 07 de dezembro de 1989*. Brasília: 07 dez. 1989.

_____. Congresso Nacional. *Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990*. Brasília: 11 set. 1990.

_____. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº. 197, de 02 de agosto de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>>. Acesso em 07 set. 2018.

_____. Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União. *Acordo de leniência com a Odebrecht prevê ressarcimento de 2,7 bilhões*. Disponível em: <<http://www.cgu.gov.br/noticias/2018/07/acordo-de-leniencia-com-a-odebrecht-preve-ressarcimento-de-2-7-bilhoes>>. Acesso em 09 set. 2018.

_____. Ministério Público Federal. *Acordo de Leniência*. Colaboradora: J&F Investimentos S.A.. Brasília: 5 jun. 2017. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/acordo-leniencia>>. Acesso em 09 set. 2018.

_____. Ministério Público Federal. *Caso Lava Jato*. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/para-o-cidadao/caso-lava-jato>>. Acesso em 09 set. 2018.

_____. Ministério Público Federal. Procuradoria da República do Paraná. *MPF firma acordos de leniência com Odebrecht e Braskem*. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/pr/sala-de-imprensa/noticias-pr/mpf-firma-acordos-de-leniencia-com-odebrecht-e-braskem>>. Acesso em 09 set. 2018.

_____. Senado Federal. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Brasília: 05 out. 1988.

_____. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 1.214.497/RJ*, 4ª Turma, rel. Min. João Otávio de Noronha, j. em 23.09.2014.

_____. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 140.097/SP*, 4ª Turma, rel. Min. Cesar Rocha, j. em 04.05.2000.

_____. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 745.739/RJ*, da 3ª Turma, rel. Min. Massami Uyeda, j. em 28.08.2012.

BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L. The Political Economy of Fraud on the Market. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 160, p. 69-168. Abr. 2011. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1824324>>. Acesso em 20 out. 2017.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Arts. 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CALABRESI, Guido. Some Thoughts on Risk Distributions and the Law of Torts. *The Yale Law Journal*, vol. 70, nº. 4, Mar. 1961, p. 499-553. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3035&context=fss_papers>. Acesso em 29 set. 2018.

CALABRESI, Guido. Transaction costs, resource allocation and liability rules – a comment. *The Journal of Law and Economics*, v. 11, p. 67-73, 1968. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4752&context=fss_papers>. Acesso em 29 set. 2018.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 4ª ed. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2008.

CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo. *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à modernização e moralização do mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

CFA INSTITUTE. *Financial Scandals, Scoundrels & Crises*. Parmalat. Disponível em: <<https://www.econcrises.org/2016/11/29/parmalat/>>. Acesso em 02 out. 2017.

CHOI, Stephen J.. The Evidence on Securities Class Actions. *UC Berkeley Public Law Research Paper*, nº 528145, Abril 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=528145>>. Acesso em 01 out. 2017.

CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Law & Business, 1986.

COASE, Ronald Harry. The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*, vol. 3, Out. 1960, p. 1-44. Disponível em: <<https://www.law.uchicago.edu/files/file/coase-problem.pdf>>. Acesso em 29 set. 2018.

COFFEE JR., John C.. A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. And Europe Differ. *Columbia Law and Economics Working Paper*, nº. 274. Mar. 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em 20 out. 2017.

COFFEE JR., John C.. *Entrepreneurial litigation – its rise, fall, and future*. Cambridge: Harvard Press. 2015.

COFFEE JR., John C.. *Reforming the Securities Class Action: an essay on deterrence and its implementation*. Columbia Law School. Working Paper nº. 293. Out. 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=893833>>. Acesso em 01 out. 2017.

COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary. *Securities Regulation – Cases and materials*. 12ª ed. New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2012.

COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION. Disponível em: <<https://www.capmksreg.org/>>. Acesso em 01 out. 2017.

COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION. *Interim Report*, Nov. 2006. Disponível em: <<https://www.capmksreg.org/2006/11/30/interim-report/>>. Acesso em 01 out. 2017.

COX, James D.. Making Securities Fraud Class Action Virtuous. *Arizona Law Review*, vol. 37, nº 4. Jul. 1977. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=10520>>. Acesso em 02 out. 2017.

COX, James D.; HILLMANN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*. 5. ed. New York: Aspen, 2006.

COX, James D.; THOMAS, Randall S.. Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions?. *The Washington Law Quarterly*, n. 855, Ago. 2002. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=321426>>. Acesso em 29 set. 2018.

COX, James D.; THOMAS, Randall S.. Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical evidence and legal implications of the failure of financial institutions to participate in securities class action settlements. *Stanford Law Review*, vol. 58. Jan. 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=655181>>. Acesso em 01 out. 2017.

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability. *UCLA Law Review*, vol. 52. Jun. 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=554863>>. Acesso em 08 out. 2017.

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

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. 4. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In: BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983.

EYERMAN, Edward; PODESTA, Stefano; LOMBARDI, Giulio; ZORZI, Elisabetta. *Parmalat's Restructuring: Implications for the Italian Corporate Bond Market*. FitchRatings. Set. 2004. Disponível em: <<https://www.theglobaltreasurer.com/2005/01/24/parmalats-restructuring-implications-for-the-italian-corporate-bond-market/>>. Acesso em 01 out. 2017.

FAMA, Eugene Francis. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, issue 2, p. 383-417. Maio 1970. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2325486>>. Acesso em 03 out. 2017.

FEDERAL TRADE COMMISSION. *About the FTC*. Disponível em: <<https://www.ftc.gov/about-ftc>>. Acesso em 07 set. 2018.

FEDERAL TRADE COMMISSION. *Kaiser Aluminum & Chemical Corporation. Final order, opinion, etc., in regard to alleged violation of Section 5 of the Federal Trade Commission Act and Section 7 of the Clayton Act*. Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/commission_decision_volumes/volume-93/ftc_volume_decision_93_january_-_june_1979pages_739-859.pdf>. Acesso em 07 set. 2018.

FERRARINI, Guido; GIUDICI, Paolo. *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: the Parmalat Case*. European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper nº. 40, Maio 2005. Disponível em: <www.ssrn.com/abstract=730403>. Acesso em 20 out. 2017.

FORBES. *Global 2000: The world's largest public companies*. Fev. 2006. Disponível em: <https://www.forbes.com/lists/2006/18/Business_services_supplies_Rank_1.html>. Acesso em 30 set. 2017.

FOX, Justin. *The Myth of the Rational Markets: a history of risk, reward and delusion on Wall Street*. New York: Harper Collins, 2009.

FOX, Merritt B. *Civil Liability and Mandatory Disclosure*. European Corporate Governance Institute. Law Working Paper nº. 109/2008. Out. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1115361>>. Acesso em 01 out. 2017.

FOX, Merritt B.. Understanding Dura. *Columbia Law and Economics Working Paper nº. 279*. Ago. 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=764432>>. Acesso em 30 set. 2017.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.. *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

G1. *Grupo Odebrecht atrasa publicação do balanço de 2016*. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/grupo-odebrecht-atrasa-publicacao-do-balanco-de-2016.ghtml>>. Acesso em 12 jul. 2017.

GELTER, Martin. *Risk-shifting through issuer liability and corporate monitoring*. European Corporate Governance Institute. Working Paper Series in Law, n.º. 228. Out. 2013. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2335721>>. Acesso em 20 out. 2017.

GILSON, Ronald J.. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, abr. 2006, p. 1.643-1.648. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=784744>>. Acesso em 11 jan. 2018.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier. Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper n.º. 458*. Stanford: Fev. 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2396608>>. Acesso em 30 set. 2017.)

GOLDBERG, John C. P.; ZIPURSKY, Benjamin C. The Fraud-On-The-Market Tort. *Vanderbilt Law Review*, v. 66. Nashville: Out. 2013. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2346315>>. Acesso em 30 set. 2017.

GORGA, Érica. Is the U.S. Law Enforcement Stronger than that of a Developing Country? The Case of Securities Fraud by Brazilian Corporations and Lessons for the Private and Public Enforcement Debate. *Yale Law & Economics Research Paper*, n.º. 520. Out. 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2560565>>. Acesso em 25 jan. 2018.

GORGA, Érica. The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The case of Brazilian corporations and the “Double Circularity” problem in transnational securities litigation. *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 16.1. Jan. 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2522580>>. Acesso em 19 out. 2017.

GRAU, Eros Roberto. Atualização da Constituição e mutação constitucional. *Revista Acadêmica da Escola de Magistrados da Justiça Federal da 3ª Região*, ano I, n.º 01, p. 60-75, jun./ago. 2009. São Paulo: EMAG, 2009.

GRIFFIN, Paul A.; GRUNDFEST, Joseph A.; PERINO, Michael. Stock Price Response to News of Securities Fraud Litigation: An Analysis of Sequential and Conditional Information. *Abacus*, vol. 40, n.º. 1, p. 21-48, Fev. 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=513256>>. Acesso em 01 out. 2017.

HALLIBURTON COMPANY. *About Halliburton*. Disponível em: <<http://www.halliburton.com/en-US/about-us/default.page?node-id=hgbr8q6o>>. Acesso em 02 out. 2017.

HAZEN, Thomas. *The Law of Securities Regulation*. 5 ed. West, 2002, §§ 12.11 [1], [3].

JACKSON, Howell Edmunds. Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, n.º. 521, Ago. 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=839250>>. Acesso em 01 out. 2017.

JACKSON, Howell Edmunds; ROE, Mark J.. Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence. *Harvard Public Law Working Paper*, n.º. 0-28. Mar. 2009. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1000086>>. Acesso em 20 out. 2017.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, n.º. 4, Jul. 1976. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em 01 out. 2017.

JOHNSON, Marilyn F.; KASZNIK, Ron; NELSON, Karen K.. Shareholder Wealth Effects of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995. *Review of Accounting Studies*, Jul. 2000. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=229389>>. Acesso em 01 out. 2017.

KARPOFF, Jonathan M.; LOTT, JR., John R.. The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud. *The Journal of Law & Economics*, vol. 36, nº. 2, Out. 1993, p. 757-802. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/467297>>. Acesso em 01 out. 2017.

KEYNES, Jonh Maynard. *Essays in persuasion by Jonh Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011.

KLEIN, William A.; RAMSEYER, J. Mark; BAINBRIDGE, Stephen M. *Business Associations: Cases and materials on agency, partnerships, and corporations*. Ea gan: Foundation Press, 2003.

LANGEVOORT, Donald. Capping Damages for Open-Market Securities Fraud. *Arizona Law Review*, v. 38, 1996.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 50. jul./set. 2016. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais & "Insider Trading"*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LUCCA, Newton De. Prefácio. In: PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005.

MAHONEY, Paul G.. Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets. *Virginia Law Review*, v. 78, nº 3, 1992. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1073461>>. Acesso em 01 out. 2017.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MATHIS, Klaus. Efficiency instead of justice? Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law. *Law and Philosophy Library*, v. 84. New York: Springer, 2009.

MAURI, Arnaldo. *Argentina and Parmalat: Failures in the Protection-Net for Italian Savers*. Università degli Studi di Milano Economics, Business and Statistics Working Paper nº. 2005-08. Abril 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=706302>>. Acesso em 20 out. 2017.

MELIS, Andrea. *Corporate Governance Failures. To What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?*. Set. 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=563223>>. Acesso em 01 out. 2017.

MERRILL LYNCH. *The Straws That Break The Camel's Back*. Dez. 2002. Disponível em: <<https://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=StudiDownloadFree&filename=pdf%2F13606.pdf>>. Acesso em 20 out. 2017.

NERA ECONOMIC CONSULTING. *About Nera*. Disponível em: <<http://www.nera.com/about.html>>. Acesso em 04 out. 2017.

NEW YORK STOCK EXCHANGE. *Halliburton Company*. HAL. Disponível em: <<https://www.nyse.com/quote/XNYS:HAL>>. Acesso em 13 jan. 2019.

ODEBRECHT S.A.. *Relatório Anual 2015/2016*. Disponível em: <http://www.odebrecht.com/sites/default/files/ra_odebrecht_2016.pdf>. Acesso em 12 jul. 2017.

ODEBRECHT S.A.. *Relatório Anual 2016/2017*. Disponível em: <https://www.odebrecht.com/sites/default/files/relatorio_anual_2017.pdf>. Acesso em 13 fev. 2018.

PARLAMENTO ITALIANO. *Decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347*. Disponível em: <<http://www.parlamento.it/parlam/leggi/decreti/03347d.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.

PARMALAT. *Il Gruppo*. Storia. Disponível em: <http://www.parmalat.com/it/il_gruppo/storia/>. Acesso em 01 out. 2017.

PARMALAT. *Investor Relations*. Contenzioso - Procedimenti giudiziari e arbitrali. Disponível em: <http://www.parmalat.net/it/investor_relations/contenzioso/>. Acesso em 01 out. 2017.

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Assinamos acordo para encerrar class action nos EUA*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/assinamos-acordo-para-encerrar-class-action-nos-eua.htm>>. Acesso em 09 jan. 2018.

_____. *Confira nosso resultado financeiro de 2016*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/confira-o-nosso-resultado-financeiro-de-2016.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

_____. *Divulgação de resultados do exercício de 2015*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgacao-de-resultados-do-exercicio-de-2015.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

_____. *Divulgamos nossas demonstrações contábeis auditadas*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgamos-nossas-demonstracoes-contabeis-auditadas.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

_____. *Fechamos acordos com autoridades nos Estados Unidos e manteremos 80% do valor no Brasil*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/assinamos-acordos-com-autoridades-nos-estados-unidos-para-manter-80-do-nosso-valor-no-brasil.htm>>. Acesso em 28 set. 2018.

_____. *Obtivemos melhores resultados em 2017*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/petrobras-melhora-resultado-em-2017.htm>>. Acesso em 07 set. 2018.

PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PRADO, Viviane Müller. *Não Custa Nada Mentir: desafios para o ressarcimento de investidores*. Working Paper, set. 2016. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em 11 jan. 2018.

PRADO, Viviane Muller; ANDRADE, Rafael de Almeida Rosa; MATION, Gisela; WINGE, Jéssica; VASCONCELOS, Luiza. Uma Conversa sobre Direito Societário Comparado com o Professor Klaus Hopt. *Cadernos Direito GV*. v. 6, n.º 2, mar. 2009. São Paulo: Direito GV, 2009. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2829>>. Acesso em 11 jan. 2018.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Seeing through the smoke: Securities litigation study*. Abril 2018. Disponível em: <<https://www.pwc.com/us/en/forensic-services/assets/securities-litigation-study-seeing-through-the-smoke.pdf>>. Acesso em 07 set. 2018.

PRITCHARD, Adam C; FERRIS, Stephen P.. Stock Price Reactions to Securities Fraud Class Actions Under the Private Securities Litigation Reform Act. *Michigan Law and Economics Research Paper*, n.º. 01-009, Out. 2001. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=288216>>. Acesso em 01 out. 2017.

RIPERT, Georges. *Tratado Elemental de Derecho Comercial*. v. II. Tradução: Felipe de Sola Cañizares. Buenos Aires: TEA, 1954.

ROSE, Amanda M.; SQUIRE, Richard C.. Intraportfolio Litigation. *Northwestern University Law Review*, vol. 105, p. 1679-1706. Fev. 2011. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1769946>>. Acesso em 20 out. 2017.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo. *Ação Civil Pública 1106499-89.2017.8.26.0100*. Requerente: Associação dos Investidores Minoritários – Aidmin. Requerido: Petróleo Brasileiro S/A - Petrobras. Juiz: Lúcia Caninéo Campanhã. São Paulo, 27 de outubro de 2017. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cpopg/show.do?processo.foro=100&processo.codigo=2S000S82P0000>>. Acesso em 11 jan. 2018.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *About the SEC*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about.shtml>>. Acesso em 30 set. 2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *SEC Charges Parmalat with Financial Fraud*. Litigation Release n°. 18527. Dez. 2003. Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18527.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press/2006-4.htm>>. Acesso em 30 set. 2017.

SHAVELL, Steven. *Foundations of Economic Analysis of Law*. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

SYKES, Alan O.. The Boundaries of Vicarious Liability: An Economic Analysis of the Scope of Employment Rule and Related Legal Doctrines. *Harvard Law Review*, vol. 101, p. 563-609, jan. 1988. Disponível em: <<https://law.stanford.edu/publications/the-boundaries-of-vicarious-liability-an-economic-analysis-of-the-scope-of-employment-rule-and-related-legal-doctrines/>>. Acesso em 11 jan. 2019.

SPIESS, D. Katherine; TKAC, Paula A.. The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: The stock market casts its vote. *Managerial and Decision Economics*, 1977, p. 545-561. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/23736051_The_Private_Securities_Litigation_Reform_Act_of_1995_The_stock_market_casts_its_vote/citations>. Acesso em 01 out. 2017.

STANFORD LAW SCHOOL. Securities Class Action Clearinghouse. *Top Ten by Largest Settlement*. Disponível em: <<http://securities.stanford.edu/top-ten.html>>. Acesso em 07 set. 2018.

STANFORD LAW SCHOOL. Securities Class Action Clearinghouse. *Federal Securities Class Action Litigation 1996 – YTD*. Disponível em: <<http://securities.stanford.edu/charts.html>>. Acesso em 05 jan. 2019.

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>>. Acesso em 30 set. 2017.

_____. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U. S. 723, 730, 744 (1975). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/723/>>. Acesso em 30 set. 2017.

_____. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, (03-932) 544 U.S. 336 (2005). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/544/336/>>. Acesso em 30 set. 2017.

_____. *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., et al.*, 563 U.S. 804 (2011). Disponível em: <<https://www.supremecourt.gov/opinions/10pdf/09-1403.pdf>>. Acesso em 30 set. 2017.

_____. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/425/185/>>. Acesso em 30 set. 2017.

_____. *Halliburton Co. v. Erica John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014). Disponível em: <https://www.supremecourt.gov/opinions/13pdf/13-317_mlho.pdf>. Acesso em 30 set. 2017.

_____. *IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187, 197 (2d Cir. 2009). Disponível em: <<https://caselaw.findlaw.com/us-2nd-circuit/1386251.html>>. Acesso em 30 set. 2017.

_____. *John Schlick v. Penn-Dixie Cement Corporation* 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/507/374/4956/>>. Acesso em 30 set. 2017.

_____. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/426/438/>>. Acesso em 30 set. 2017.

THAKOR, Anjan V.. *The Unintended Consequences of Securities Litigation*. U.S. Chamber Institute for Legal Reform. Out. 2005. Disponível em: <https://www.heartland.org/_template-assets/documents/publications/18330.pdf>. Acesso em 01 out. 2017.

THAKOR, Anjan V.; NIELSEN, Jeffrey S.; GULLEY, David A.. *The Economic Reality of Securities Class Action Litigation*. U.S. Chamber Institute for Legal Reform. Out. 2005. Disponível em:

<https://www.instituteforlegalreform.com/uploads/sites/1/EconomicRealityNavigant_1.pdf>. Acesso em 01 out. 2017.

THE NOBEL PRIZE. *Eugene F. Fama*. Disponível em: <<https://www.nobelprize.org/prizes/economics/2013/fama/facts/>>. Acesso em 03 out. 2017.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Comentários ao novo Código Civil*. v. III, t. II. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. *Public Papers of the Presidents of the United States – Franklin D. Roosevelt*. v. 2. Washington, 1933.

U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. *17 CFR 240.10B-5 - Employment of manipulative and deceptive devices*. Disponível em: <<https://www.gpo.gov/fdsys/granule/CFR-2011-title17-vol3/CFR-2011-title17-vol3-sec240-10b-5>>. Acesso em 01 out. 2017.

U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES. Public Law 104–67—DEC. 22, 1995. *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*. Pennsylvania: 20 dez. 1996. Disponível em: <<https://www.congress.gov/104/plaws/publ67/PLAW-104publ67.pdf>>. Acesso em 29 set. 2018.

_____. *Securities Act of 1933*. Pennsylvania: 27 maio 1933. Disponível em: <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>>. Acesso em 01 out. 2017.

_____. *Securities Exchange Act of 1934*. Pennsylvania: 6 jun. 1934. Disponível em: <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>>. Acesso em 01 out. 2017.

_____. *The Constitution of the United States of America*. Pennsylvania: 17 set. 1787. Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CDOC-110hdoc50/pdf/CDOC-110hdoc50.pdf>>. Acesso em 20 abr. 2015.

UNITED STATES COURT OF APPEALS. *Smith Kline & French Laboratories Ltd and others v Bloch, 2 All ER 72 (1983)*. Disponível em: <<http://unisetca.ipower.com/other/cs3/19832AER72.html>>. Acesso em 02 out. 2017.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. *Archdiocese of Milwaukee v. Halliburton Co., 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010)*. Disponível em: <<https://www.ca5.uscourts.gov/opinions%5Cpub%5C08/08-11195-CV0.wpd.pdf>>. Acesso em 02 out. 2017.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT. *Warner Communications, Inc. v. Stephen J. Gross 798 F.2d 35 (2d Cir. 1986)*. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/798/35/445069/>>. Acesso em 30 set. 2017.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE THIRD CIRCUIT. *In re Cendant Corp Litig. 264 F.3d 201 (2001)*. Disponível em: <<http://www2.ca3.uscourts.gov/opinarch/002520.txt>>. Acesso em 08 out. 2017.

UNITED STATES COURTS. *Court Role and Structure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/about-federal-courts/court-role-and-structure>>. Acesso em 01 out. 2017.

UNITED STATES COURTS. *Federal Rules Of Civil Procedure*. Disponível em: <<http://www.uscourts.gov/sites/default/files/rules-of-civil-procedure.pdf>>. Acesso em 09 jan. 2018.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE DISTRICT OF NEW JERSEY. *In re Cendant Corp Litig. 98-cv-1664 (2000)*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1002/CD98/2000815_r02s_981664.pdf>. Acesso em 08 out. 2017.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Case n° 16-CV-04155*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1058/BBS00_01/201663_f01c_16CV04155.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

_____. *Case n° 15-CV-05132*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1056/BS00_01/2015116_r01c_15CV05132.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

_____. *Case n° 15-CV-05754*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1056/CEBSE00_01/20151128_r01c_15CV05754.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

_____. *Case n° 16-CV-03925*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1058/GS00_01/20161031_r01c_16CV03925.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

_____. *Case n° 14-CV-09662*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1053/PBSP00_01/20151130_r01c_14CV09662.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

_____. *Case n° 15-CV-09539*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1057/VS00_01/2016429_r01c_15CV09539.pdf>. Acesso em 10 jan. 2018.

_____. *In re Parmalat Securities Litigation. Case n° 04 Civ. 0030 (LAK) ECF*. Disponível em: <http://securities.stanford.edu/filings-documents/1029/PARAF-01/2006725_r01c_0430.pdf>. Acesso em 01 out. 2017.

_____. *Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria S.p.A., Case n° 03 CV 10266 (PKC)*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/complaints/comp18527.htm>>. Acesso em 01 out. 2017.

WALD, Arnaldo. Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas no direito brasileiro. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, nov. 2016. São Paulo: Almedina, 2016.

WEISS, Elliott J.; WHITE, Lawrence J.. File Early, then Free Ride: How Delaware Law (Mis)Shapes Shareholder Class Actions. New York University, *Law and Economics Research Paper Series*, Working Paper nº. 04-012, Jun. 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=554761>>. Acesso em 01 out. 2017.