



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS – CCJ
COORDENAÇÃO DO CURSO DE DIREITO – CAMPUS JOÃO PESSOA
COORDENAÇÃO DE MONOGRAFIA**

LUCAS TOSCANO DE BRITO GOMES DA SILVEIRA

**FRAUDE NO MERCADO DE CAPITAIS:
ANÁLISE COMPARATIVA DA PROTEÇÃO AO INVESTIDOR À LUZ DO INSTITUTO
DAS *CLASS ACTIONS* E DA TEORIA DE *FRAUD ON THE MARKET***

**JOÃO PESSOA
2025**

LUCAS TOSCANO DE BRITO GOMES DA SILVEIRA

**FRAUDE NO MERCADO DE CAPITAIS:
ANÁLISE COMPARATIVA DA PROTEÇÃO AO INVESTIDOR À LUZ DO INSTITUTO
DAS *CLASS ACTIONS* E DA TEORIA DE *FRAUD ON THE MARKET***

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Graduação em Direito de João Pessoa do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal da Paraíba como requisito parcial da obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientadora: Dr.^a Marília Marques Rêgo Vilhena

**JOÃO PESSOA
2025**

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

S586f Silveira, Lucas Toscano de Brito Gomes da.

Fraude no mercado de capitais: análise comparativa da proteção ao investidor à luz do instituto das class actions e da teoria de fraud on the market / Lucas Toscano de Brito Gomes da Silveira. - João Pessoa, 2025.

59 f. : il.

Orientação: Marília Marques Rêgo Vilhena.
TCC (Graduação) - UFPB/CCJ.

1. Mercado de Capitais. 2. Proteção do Investidor.
3. Fraude Corporativa. 4. Ação Civil Pública. 5. Class Action. 6. Mercado - Fraude. 7. Capital Markets. I. Vilhena, Marília Marques Rêgo. II. Título.

UFPB/CCJ

CDU 347.7

LUCAS TOSCANO DE BRITO GOMES DA SILVEIRA

**ANÁLISE COMPARATIVA DA PROTEÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE
CAPITAIS À LUZ DO INSTITUTO DAS "CLASS ACTIONS" E DA TEORIA DE
"FRAUD ON THE MARKET"**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Curso de Graduação em Direito de João
Pessoa do Centro de Ciências Jurídicas da
Universidade Federal da Paraíba como
requisito parcial da obtenção do grau de
Bacharel em Direito.

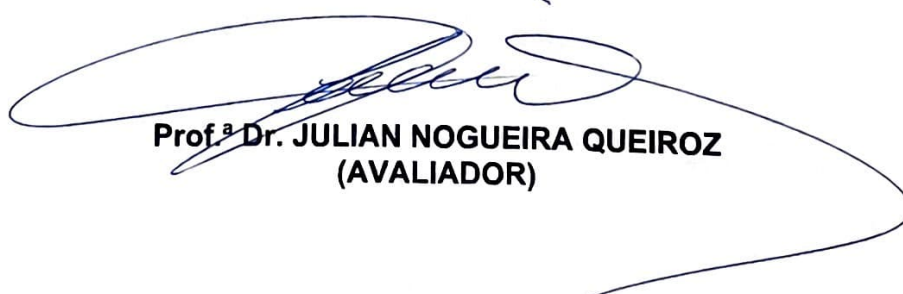
Orientadora: Dr.^a Marília Marques Rêgo
Vilhena.

DATA DA APROVAÇÃO: 06 DE OUTUBRO DE 2025

BANCA EXAMINADORA:


Prof.^a Dr.^a MARÍLIA MARQUES RÉGO VILHENA
(ORIENTADORA)


Prof.^a Dr.^a LARISSA TEIXEIRA MENEZES DE FREITAS
(AVALIADORA)


Prof.^a Dr. JULIAN NOGUEIRA QUEIROZ
(AVALIADOR)

Sob a proteção de Deus, a intercessão incessante da Santíssima Virgem e do glorioso São José.

Dedico, esta monografia, aos meus pais, incólumes exemplos de confiança na Divina Providência e à minha M^a Eduarda, constante lembrança do amor e cuidado de Nosso Senhor em minha vida.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, Nosso Senhor Jesus Cristo, à Virgem Maria e a todos os Santos que sempre intercederam por mim durante toda minha caminhada.

Aos meus pais, Julia e Periguari, por todas as renúncias que fizeram – e ainda as fazem – para que eu possa levar uma vida tranquila, com oportunidades infinitas vezes melhores e maiores do que as que tiveram. Muito obrigado pelas noites a fio de trabalho e estudo que proporcionaram a minha caminhada até este momento, tudo que faço e que hei de fazer serão, para sempre, possíveis por todo brio e esmero por vocês empenhados em minha formação.

À Milena, minha irmã e, desde sempre, minha maior advogada.

À Maria Eduarda Soares, minha namorada, que exala amor e carinho em tudo que faz (não só por mim, mas por todos a sua volta), não haveria de ter conseguido terminar esta pesquisa em tempo se não fosse por seu apoio, amor e ajuda. És, para mim, minha maior inspiração de dedicação e aplicação acadêmica. Obrigado por cada gesto de cuidado.

Aos meus avós, Maria da Luz e José (*in memoriam*), que incutiram em mim, desde muito cedo, a virtude da curiosidade pelo mundo a minha volta. Agradeço pelas inúmeras conversas e aulas informais de história do Brasil e da Paraíba, as quais estarão para sempre gravadas em minha memória.

Ao “Grupo TOP”: André, Daniel, Laura, Luciano e Maria Eduarda. Grupo de amigos que fiz no curso da graduação e com os quais dividi praticamente tudo que fiz nestes estreitos corredores do CCJ. A amizade de vocês foi um presente de Deus em minha vida que tornou a jornada acadêmica leve e gratificante. Agradeço-os pelo apoio, conversas, conselhos e até mesmo os sermões – especialmente os de Laura e Luciano.

A João Pedro Uchôa, meu padrinho e amigo, também presente desta faculdade. Agradeço por todo afeto, orientação, apoio e, também, as diversas risadas traçadas no decorrer destes anos.

À Jéssica Miranda, minha afilhada, exemplo de dedicação acadêmica. É, talvez, o primeiro caso que se tenha notícia da afilhada que ajudou mais o padrinho que vice-versa.

À Aimêe, Flávia e Helena, que no último ano se tornaram, praticamente, que um aperreio diário. Agradeço a amizade e o apoio.

À Prof.^a Marília, minha orientadora, a quem tive a honra e oportunidade de trabalhar como monitor acadêmico. Obrigado pela confiança e ajuda.

Atribui-se a Heráclito de Éfeso a célebre frase: nenhum homem pode banhar-se duas vezes em um mesmo rio, pois na segunda vez o rio já não é mais o mesmo, tampouco o homem. Agradeço, por fim, a todos aqueles cujos quais os caminhos cruzaram-se aos meus em minha trajetória e não estão aqui nominalmente citados, mas na certeza de que possuem um lugar especial em meu coração, uma vez que somos todos um somatório daqueles indivíduos com os quais já mergulhamos neste rio.

“Quando você perceber que, para produzir, precisa obter a autorização de quem não produz nada;
quando comprovar que o dinheiro flui para quem negocia não com bens, mas com favores;
quando perceber que muitos ficam ricos pelo suborno e por influência, mais que pelo trabalho, e que as leis não nos protegem deles, mas, pelo contrário, são eles que estão protegidos de você;
quando perceber que a corrupção é recompensada, e a honestidade se converte em autossacrifício;
então poderá afirmar, sem temor de errar, que sua sociedade está condenada.”

- Ayan Rand

RESUMO

Esta monografia investiga a ineficácia do sistema jurídico brasileiro na reparação de danos a investidores vítimas de fraudes no mercado de capitais, utilizando uma análise comparativa com o modelo norte-americano. O trabalho parte da evolução histórica das sociedades anônimas, contextualizando seu papel no desenvolvimento econômico, e examina a estrutura de proteção no Brasil, centrada na Lei das S.A. e na atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)². Demonstra-se que, embora a Ação Civil Pública (ACP) seja o principal instrumento para a tutela coletiva, sua exigência de uma fase individual de liquidação e prova do nexo causal por cada vítima cria um obstáculo processual que, na prática, inviabiliza a compensação financeira para a maioria dos investidores. Em contraste, o sistema americano, por meio da sinergia entre as ações de classe (*class actions*) e a teoria da fraude sobre o mercado (*fraud on the market*), estabelece uma presunção de causalidade que facilita a litigância em massa e a reparação efetiva dos danos. Os escândalos corporativos da OGX e da Americanas são analisados como estudos de caso que expõem as falhas do modelo nacional, onde a punição administrativa ocorre, mas a reparação civil permanece teórica. Conclui-se que o aprimoramento da proteção ao investidor no Brasil depende da adaptação de princípios como a agregação processual e presunções legais, a fim de criar um sistema de responsabilização mais eficaz e restaurar a confiança no mercado.

Palavras-chave: Mercado de Capitais, Proteção do Investidor, Fraude Corporativa, Ação Civil Pública, *Class Action*, *Fraud on the Market*.

ABSTRACT

This monograph investigates the ineffectiveness of the Brazilian legal system in providing remedies to investors who are victims of fraud in the capital markets, employing a comparative analysis with the American model. The study begins with the historical evolution of corporations, contextualizing their role in economic development, and examines Brazil's protective framework, which is centered on the Corporate Law and the regulatory actions of the Securities and Exchange Commission (CVM). It demonstrates that although the Public Civil Action (ACP) is the primary instrument for collective redress, its requirement for an individual liquidation and proof of causation by each victim creates a procedural bottleneck that effectively prevents financial compensation for the majority of investors. In contrast, the American system, through the synergy of class actions and the "fraud on the market" theory, establishes a presumption of reliance that facilitates mass litigation and effective damages recovery. The OGX and Americanas corporate scandals are analyzed as case studies that expose the failures of the national model, where administrative punishment occurs, but civil reparation remains theoretical. The paper concludes that enhancing investor protection in Brazil depends on adapting principles such as procedural aggregation and legal presumptions to create a more effective liability system and restore confidence in the market.

Keywords: *Capital Markets, Investor Protection, Corporate Fraud, Public Civil Action, Class Action, Fraud on the Market.*

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABNT: Associação Brasileira de Normas Técnicas.

ACP: Ação Civil Pública.

AMER3: Símbolo (ticker) de negociação das ações da Lojas Americanas na bolsa de valores.

B3: Brasil, Bolsa, Balcão - a bolsa de valores oficial do Brasil.

CF: Constituição Federal.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários.

D&M: DeGolyer and MacNaughton, consultoria de renome mundial.

D&O: *Directors and Officers*, refere-se ao seguro de responsabilidade civil para administradores.

EMH: Hipótese dos Mercados Eficientes (*Efficient Markets Hypothesis*).

IPO: *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial).

LSA: Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76).

OMC: Organização Mundial do Comércio.

OPA: Oferta Pública de Aquisição.

PAS: Processo Administrativo Sancionador.

VOC: Companhia Holandesa das Índias Orientais (*Vereenigde Oost-Indische Compagnie*).

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E DO MERCADO DE CAPITAIS.....	15
2.1 A ORIGEM DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	15
2.2 A ATUAÇÃO DA CVM: A REGULAÇÃO E A LIMITAÇÃO DA PUNIÇÃO ADMINISTRATIVA E A REPARAÇÃO CIVIL NO JUDICIÁRIO.....	25
3. OS MECANISMOS DE COMBATE A FRAUDE NO MERCADO DE CAPITAIS AMERICANO.....	34
3.1 <i>FEDERAL RULES OF CIVIL PROCEDURES: RULE 23 – CLASS ACTIONS. – A AÇÃO DE CLASSE SOB A REGRA FEDERAL N. 23.....</i>	<i>37</i>
3.2 TEORIA DE <i>FRAUD ON THE MARKET</i> : REIVENÇÃO DA RELIANCE NA FRAUDE NO MERCADO.....	40
4. FRAUDES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	42
4.1. A TIPOLOGIA DAS FRAUDES CONTRA INVESTIDORES E CREDORES.....	42
4.2 O CASO OGX: A PROMESSA DE EIKE E A FRAUDE SOBRE O MERCADO.....	44
4.3 O CASO AMERICANAS: FRAUDE CONTÁBIL.....	48
4.4 ABSTRAÇÃO DAS FRAUDES NO DIREITO BRASILEIRO: ANÁLISE JURÍDICO COMPARATIVA, ESTRUTURAL E CRÍTICA DO SISTEMA DE RESPONSABILIZAÇÃO BRASILEIRO.....	50
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	54
6 REFERÊNCIAS.....	57

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais, pilar do desenvolvimento econômico moderno, funciona sob uma premissa fundamental: a confiança. Investidores alocam seus recursos em sociedades anônimas na expectativa de que as informações divulgadas por elas sejam fidedignas e que os preços dos ativos reflitam de forma justa o valor e o potencial das companhias. Contudo, a ocorrência de fraudes corporativas, marcadas pela manipulação de informações para inflar artificialmente o valor das ações, quebra essa confiança e pode gerar perdas financeiras massivas para um número pulverizado de investidores. Este cenário levanta uma questão jurídica central: como um ordenamento jurídico pode oferecer um mecanismo de reparação de danos que seja, ao mesmo tempo, acessível e eficaz para milhares de vítimas com prejuízos individualmente pequenos?

O presente trabalho investiga o problema da proteção do investidor no mercado de capitais a partir de uma análise comparativa aprofundada entre os sistemas jurídicos do Brasil e dos Estados Unidos. Enquanto o Brasil se ampara na Ação Civil Pública (ACP), um instrumento robusto para a tutela de direitos coletivos, sua eficácia na reparação individual de danos se mostra severamente limitada por barreiras processuais e probatórias significativas. Em contraste, o sistema americano desenvolveu, ao longo de décadas, uma sinergia poderosa entre o instituto processual das *class actions* (ações de classe) e a teoria de direito material de *fraud on the market* (fraude sobre o mercado), criando um dos mais eficientes modelos de responsabilização civil e reparação de danos em massa do mundo.

O objetivo geral desta monografia é, portanto, analisar criticamente as fragilidades do modelo brasileiro de reparação de danos à luz da eficiência pragmática do sistema americano. Os objetivos específicos incluem: (i) traçar a evolução histórica e os fundamentos teóricos que sustentam ambos os modelos; (ii) dissecar o arcabouço normativo brasileiro, com foco nos deveres fiduciários dos administradores, no papel da CVM e nos limites da Ação Civil Pública; (iii) detalhar o funcionamento das *class actions* e da teoria de *fraud on the market*; e (iv) aplicar essa análise comparativa a estudos de caso concretos e de grande repercussão no Brasil.

A justificativa para esta pesquisa reside na sua flagrante atualidade e relevância. Escândalos corporativos como os da OGX e das Lojas Americanas não apenas causaram prejuízos bilionários e abalaram a confiança no mercado nacional, mas também expuseram, de forma inequívoca, a insuficiência do nosso sistema em prover uma solução justa para as vítimas. Compreender as razões dessa ineficácia e estudar alternativas testadas em outras jurisdições é um passo fundamental para o amadurecimento do direito societário e do mercado de capitais brasileiro.

Para atingir os objetivos propostos, a monografia foi estruturada em cinco capítulos. Após esta introdução, o segundo capítulo abordará a evolução histórica das sociedades anônimas e do Mercado de Capitais, na arquitetura de proteção ao investidor no Brasil, analisando a legislação, o papel da CVM e as causas estruturais que fragilizam o sistema. O terceiro capítulo será dedicado ao estudo do modelo americano, explicando em detalhe seus institutos centrais de proteção ao investidor. O capítulo quatro apresentará estudos de caso da OGX e da Americanas, respectivamente, narrando a história das fraudes. Por fim, o quinto fará a conexão final, com a análise jurídica comparativa aplicada aos casos práticos, culminando nas considerações finais que respondem ao problema de pesquisa. A tese central defendida é a de que, embora a importação direta de modelos estrangeiros seja inviável e indesejável, os princípios que sustentam o sistema americano — especialmente a agregação processual para fins de reparação e a adoção de presunções de causalidade que reflitam a realidade dos mercados de massa — oferecem um roteiro valioso para o aprimoramento da legislação brasileira, visando a um sistema mais justo e a um mercado de capitais mais seguro para todos os seus participantes.

2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E DO MERCADO DE CAPITAIS

O desenvolvimento do Mercado de Capitais está intimamente atrelado a história do surgimento das sociedades anônimas, de modo que se faz fulcral compreender a história do surgimento dessas companhias como fato precursor do mercado.

2.1 A ORIGEM DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A sociedade anônima, em sua forma moderna, não pode ser considerada como resultado de um evento isolado, mas o resultado de um processo evolutivo gradual que se moldou com o transcorrer dos séculos, de modo a se abstrair que tal desenvolvimento é simbiótico a ascensão do sistema capitalismo.

Nessa perspectiva, embora alguns doutrinadores vislumbrem suas raízes em associações de capital do Direito Romano¹, tem-se por mais consolidada a tese de que a origem dessas organizações está ligada à necessidade dos Estados de financiar empreendimentos de grande escala, mitigando o risco individual dos investidores. Sob tal ótica, para a maioria da doutrina jurídica, o nascimento do primeiro modelo que apresenta características de uma sociedade por ações moderna é a *Casa di San Giorgio*, estabelecida em 1407 na Cidade-Estado de Gênova, a mesma cidade que presentearia o mundo, naquele mesmo século, com descobridor das Américas.

¹ 67. Pessoas. Jurídicas ou Morais: Difícil para a mentalidade romana antiga o entendimento de noções abstratas. *Corpus e universitas* são vocábulos que designam coletividade e não a personalidade jurídica. Para o direito romano *persona* é tão-só o homem e só a este se reconhecem direitos, estando, pois, fora do alcance daquele povo a doutrina da pessoa jurídica, como sujeito de direito.

A evolução do direito, entretanto, exigia um alargamento na estreita concepção dos entes jurídicos e, em períodos mais avançados, vamos encontrar *corporações* e *fundações*, entre as pessoas do mundo romano. *Corporações* e *fundações* formam as pessoas *morais* ou jurídicas.

As expressões *universitates personarum* e *universitates rerum*, que abrangem, respectivamente, as *corporações* e as *fundações*, aparecem muito mais tarde, sendo estranhas ao direito romano clássico.

Corporação é o conjunto de pessoas físicas com personalidade diferente de seus membros; *Fundação* é o conjunto de bens, personalizado, dirigido a um determinado fim.

As corporações podem ser direito público ou privado. As associações eram corporações de direito privado que poderiam ser: recreativas, religiosas, auxílios, comerciais e de publicanos. (CRETELLA JÚNIOR, 1970).

A *Casa di San Giorgio* foi uma instituição criada por credores da República de Gênova. A fim de financiar suas despesas bélicas que decorriam das guerras empreendidas contra a República de Veneziana, a Cidade de Gênova contraiu com indivíduos particulares vultuosos empréstimos. Em contrapartida, cedeu aos esses credores o direito ao recebimento de determinados tributos. Com isso, os credores perceberam a oportunidade de transformar esses títulos de dívida governamental em participações negociáveis. A partir deste momento, começaram a registrar em livros próprios do *Banco di San Giorgio* e denominadas *luoghi di monte*² ou *loci comperarum*³, de modo que tais direitos aos tributos poderiam, agora, ser livremente alienados por seus detentores, denominados *collanti*⁴.



FIGURA 1 – Palazzo di San Giorgio, em Gênova, capital da região italiana da Ligúria. O palácio foi sede do banco homônimo na época do renascimento. Foto retirada da página do Wikipedia do Palácio.

² Termo de origem italiana que se refere a títulos de dívida emitidos por cidades-estado e governos no final da Idade Média e no Renascimento. A tradução literal para o português seria algo como "lugares de monte" ou "títulos de monte", onde "monte" se referia a uma caixa ou fundo comum. Os "montes" eram instituições financeiras, uma espécie de banco público ou fundo de crédito, que se formavam para financiar as operações do governo (como guerras ou obras públicas) por meio da venda de títulos de dívida.

³ Loci, lugares em latim, nesse contexto seria melhor traduzido como parte ou porção. *Comperarum*, em contrapartida seria o plural do que no italiano moderno seria traduzido como compra (*compera*). No sentido genovês da época traduzir-se-á melhor a expressão como as "partes compradas" da dívida pública.

⁴ Os primitivos acionistas que tinha seus nomes anotados em colunas de registros do banco citado.

Mais adiante, com o avanço tecnológico-naval das nações ibéricas que deu início a descoberta do novo mundo e a necessidade de exploração comercial desses novos domínios ultramarinos, seguiu-se outra etapa crucial na evolução dessas companhias. Tal etapa ocorreu entre os séculos XVII e XVIII, com a criação das grandes companhias de comércio e colonização. Empresas como a Companhia Britânica das Índias Orientais, fundada em 1600, e a Companhia Holandesa das Índias Orientais (VOC⁵), essa fundada em 1602, foram constituídas por meio de um privilégio estatal para financiar as onerosas expedições marítimas e a exploração de territórios ultramarinos e eram, de fato, verdadeiros corpos administrativos do interesse do Estado.

A Companhia Britânica das Índias Orientais, afirma Emmanuel Reichert (2013), “era institucionalmente parte antiga e parte moderna, um misto de guilda monopolista e sociedade por ações, fazendo a ponte entre o conceito medieval de corporação como organização essencialmente pública e o modelo industrial de empresa que atua no exclusivo interesse de seus acionistas. Ela surgiu em 1600 por meio de uma Carta de Privilégios da rainha Elizabeth I que concedia o monopólio periodicamente renovável do comércio com as Índias Orientais holandesa em torno das mercadorias da Índia e das Ilhas das Especiarias do Sudeste asiático, combinando comércio e pirataria. Além disso, desempenhou um papel na independência das 13 colônias americanas. Os colonos opunham-se aos impostos provindos de Londres, entre eles um que incidia sobre o chá. Em 1773, foi aprovada a Lei do Chá, permitindo à Companhia vender chá às colônias com impostos reduzidos, que possibilitavam um preço mais baixo que o do produto contrabandeado consumido pelos colonos: ‘o governo britânico esperava que os preços mais baixos levassem os americanos a aceitar a permanência do modesto imposto sobre o chá’. Ao invés disso, eles direcionaram seu rancor contra a Companhia, boicotando suas mercadorias e atirando ao mar a carga de três navios – a Festa do Chá de Boston, um dos eventos iniciais da independência.”

Quanto a VOC, essa foi estabelecida 1602 e foi a primeira companhia do mundo a ter suas ações listadas em uma bolsa de valores, sendo, por isso, considerada a

⁵ *Vereenigde Oost-Indische Compagnie.*

primeira multinacional moderna, uma vez que possuía muitas características de uma corporação moderna, como personalidade jurídica, identidade corporativa e um corpo de acionistas. Tais inovações, apontou LALOR ao DutchReview em 2024, significaram que a VOC conseguia mobilizar riqueza, em suas empreitadas, como até então apenas se havia visto nas grandes monarquias do mundo. Por essa razão, a VOC teve um papel fulcral na transformação de Amsterdã na capital financeira do mundo à época. Posto que seria perdido para capital inglesa, Londres, no auge da *Pax Britannica*⁶.

Voltando o olhar para abaixo do equador, no Brasil português, foi criada, em 1649, a Companhia Geral do Comércio do Brasil que já fazia o uso dos cabedais negociáveis⁷ – inspirada na cia holandesa. Mais adiante, na era pombalina, mais especificamente no ano de 1755, a Companhia do Grão-Pará já denominava os seus investidores como “acionistas”.

Dessa forma, observar-se-á que tais companhias possuíam um caráter híbrido, pois, embora tivessem capital subscrito por particulares, atuavam em nome do Estado para cumprir objetivos de interesse público, o que hodiernamente poderiam ser interpretadas como instituições de Direito Público. Custa ressaltar, ainda, que essas companhias, ao ter por objeto o interesse público, portanto, eram constituídas por força de um privilégio concedido pelo Estado, isto é, por privilégio real, tendo, assim, seu capital subscrito pelo Poder Público e particulares, razão pela qual, em princípio, eram instituições de direito público.

⁶ Período de paz e hegemonia do Império Britânico, especialmente entre as Guerras Napoleônicas e a Primeira Guerra Mundial, caracterizado pelo controle naval e comercial mundial da Grã-Bretanha, que impôs uma espécie de “paz” e estabilidade em suas vastas colônias e áreas de influência, inspirada pela *Pax Romana*.

⁷ Durante o período colonial, cabedal designava toda estrutura necessária para realização de uma determinada tarefa ou obtenção de algo, o que podia consistir em recursos financeiros, mão de obra necessária, terras, entre outros. Era muito comum a utilização da expressão homens de cabedal para se referir a homens brancos, com bens e posses. André João Antonil, em *Cultura e opulência do Brasil*, intitula o primeiro capítulo “Do cabedal que há de ter o senhor de um engenho real”, no qual discorre sobre as necessidades materiais e obrigações desses negociantes do setor açucareiro. Antonil registra ainda que cabedal não se limita aos recursos materiais, mas também a um patrimônio imaterial indispensável a um senhor de engenho real, a saber: “do que depende a conservação do seu crédito, que é o melhor cabedal dos que se prezam de honrados”.

A transição definitiva para o campo do Direito Privado é marcada na onda de codificações do Império francês no início do século XIX, tendo como marco o Código Comercial Francês de 1807. É no Código Comercial Napoleônico que se começa a tomar forma as molduras que iriam delimitar a sociedade anônima contemporânea.

Este marco legal consagrou a sociedade anônima como uma das três espécies de sociedades mercantis, e definiu seus elementos essenciais: o capital social dividido em ações e a responsabilidade limitada dos sócios que não respondiam por mais do que o valor de sua participação. O código também estabeleceu que a sociedade anônima não existia sob o nome dos sócios, mas sim pelo objeto de seu comércio. Contudo apesar de trazer a sociedade anônima para a esfera privada, o código manteve o sistema de controle estatal, exigindo a "autorização do governo" para sua existência e a aprovação de seu plano⁸.

No século XIX, a necessidade de um sistema legal mais moderno para o comércio no Brasil foi reconhecida ainda na aurora de nossa independência. Em 1825, o tradutor Antônio José da Silva Loureiro dedicou seu trabalho de tradução do Código Comercial Francês de 1807 ao Imperador D. Pedro I, afirmando que o Brasil, "paiz disposto pela natureza para o auge de felicidade," precisava de "hum completa Legislação Mercantil". Este documento revela que, já nos primeiros anos do Império, o modelo francês era visto como uma referência para modernizar o direito comercial brasileiro.

A primeira legislação nacional a tratar das sociedades anônimas de forma mais estruturada foi o Código Comercial do Império de 1850. Este código, quase que inteiramente inspirado no sistema de autorização francês, foi o marco inicial para a regulamentação nacional desse tipo societário. Contudo, a transição para a liberdade completa de constituição e funcionamento dessas sociedades, alinhada com o que já ocorria na Europa, veio somente com a Lei n. 3.150/1882, trinta e dois anos depois.

⁸ Código Comercial Francês de 1807.

Art. 37 As sociedades anônimas não podem existir sem autoridade do governo, e aprovação de seu plano. Esta aprovação deve ser dada na forma prescrita pelos regulamentos da administração pública.

Art. 40. As sociedades anônimas não podem ser feitas senão por contratos públicos.

Tal lei marcou o abandono do sistema de autorização, “estabelecendo a plena liberdade de constituição e funcionamento para as sociedades anônimas. Destacou-se por conferir ampla publicidade à vida das companhias e por fixar, a exemplo da lei francesa, um número mínimo de sete acionistas para a constituição da companhia” (CAMPINHO, 2024).

Com o superveniente golpe republicano, a necessidade de se positivar regras próprias para o novo regime se limitou a promulgação de pequenos “decretos-cópia” da Lei Imperial N. 8.821/1882.

Posteriormente, deu-se a evolução legislativa com o Decreto-Lei n. 2.627/1940, elaborada por Trajano de Miranda Valverde (*apud* CAMPINHO, 2024), que asseverou: nos princípios da publicidade e da responsabilidade assenta-se a nova lei, cuja estrutura jurídica atende às peculiaridades e necessidade da economia nacional, distribuída, como é sabido, por zonas econômicas e culturais diferentes, na vastidão de nosso território.

Por conseguinte, após a Segunda Guerra mundial, tendo em vista que grande parte do investimento estrangeiro estava voltado para a reconstrução da economia europeia e asiática, ideias de expansão do Mercado de Capitais começaram a circular o território nacional, que se concretizaram em certas medidas como: a criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES); a Lei da Reforma Bancária (Lei n. 4.595/64) que disciplinou a criação do Banco Central e o Conselho Monetário Nacional.

Nos anos que se seguiram, o governo brasileiro começou a se utilizar do instrumento tributário para direcionar a poupança privada para o Mercado de Capitais, o que originou o chamado *boom* das bolsas de valores brasileiras da década de 1970. Seguiu-se uma febre de especulação generalizada, onde inúmeros brasileiros perderam seus investimentos.

Destes fatos, narram FRANCO e SZTAJN (2013): Nos anos 60 e 70 do século passado tentou-se estimular a captação de recursos fora do sistema financeiro mediante benefícios fiscais (incentivo a certas atividades com renúncia fiscal do Governo Federal ou o abatimento de parcela do imposto sobre a renda desde que direcionada a

importância a sociedades instaladas em áreas incentivadas ou atividades igualmente incentivadas). Em bora a inflação endêmica não favorecesse investimentos de risco, a necessidade de promover o desenvolvimento econômico, notadamente após os anos 70, determinou a alteração na política governamental que, em 1964, com a Lei 4.357, introduziu a correção obrigatória do ativo imobilizado das companhias, afastando a sensação de perda do valor do capital com reflexos sobre o patrimônio líquido.

Sobre tal fenômeno, pontuou, ainda, o professor Campinho(2024): constatou-se que o Banco Central não atuou de forma satisfatória na regularização e na fiscalização do mercado de capitais. A partir de então, passou-se a difundir a ideia de substituí-lo por um órgão que se especializasse na disciplina desse mercado, aliada à preocupação de aumentar a proteção legal dos acionistas minoritários e do público investidor como um todo, mediante reforma da Lei das S.A. Concebido para companhias de pequeno e médio porte, o Decreto-Lei n. 2.627/40 era impotente na proteção dos direitos da minoria acionária, além de não apresentar soluções satisfatórias em termos de distribuição e equilíbrio do poder na companhia, da relação entre acionistas e administradores e da responsabilidade social da própria pessoa jurídica, de seus controladores e dirigentes.

Diante dessa necessidade de reforma, editaram-se as Leis N. 6.395/76 e a 6.404/76 (LSA). A primeira criou a Comissão de Valores Mobiliários(CVM) e trazendo disposições sobre a regulação deste mercado. A segunda seguiu na reforma do Decreto-Lei N.2.627/40, dispondo sobre as sociedades por ações.

Sob tal ótica, constata-se que a trajetória das sociedades anônimas no Brasil é marcada por uma transição gradual da intervenção estatal para a liberdade de iniciativa.

Hodiernamente, o direito societário brasileiro continua sendo regido pelas Lei N. 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas (LSA), que continua a evoluir, mas mantém as bases históricas de responsabilidade limitada e a centralidade da sociedade anônima para os grandes empreendimentos econômicos. A lei moderna, no entanto, opera em um ambiente de liberdade de constituição, com exceções específicas, superando os antigos regimes de privilégio e autorização.

Com isso, o sistema jurídico brasileiro, ao longo das últimas décadas, desenvolveu-se de forma lenta e gradual para um complexo arcabouço normativo para regular o mercado de capitais e proteger a poupança popular nele investida. A Lei N. 6.404/76 e a Lei N. 6.385/76, são os pilares dessa estrutura.

Faz-se necessário analisar detalhadamente essa arquitetura de proteção, dissecando os deveres fiduciários dos administradores, o papel central da CVM como órgão regulador e fiscalizador, e os instrumentos judiciais disponíveis para a reparação de danos, com foco na Ação Civil Pública e na Ação de Responsabilidade, evidenciando, desde já, as suas limitações intrínsecas.

Como visto, a Lei de Sociedades Anônimas representa um marco divisor de águas na evolução do direito societário brasileiro, estabelecendo um microsistema detalhado que rege a vida das companhias, especialmente as de capital aberto. Sua redação consagra os direitos essenciais dos acionistas e, de forma fulcral, impõe aos administradores e ao(s) acionista(s) controlador(es) um conjunto de deveres fiduciários, cujo descumprimento gera responsabilidade civil e administrativa.

Concomitantemente, a Lei N. 6.385/76, ao criar a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1976, instituiu-a como uma autarquia federal cuja missão é “fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil”. A CVM exerce um papel fundamental na proteção preventiva do investidor, sobretudo através da regulação do dever de informação (*disclosure*)⁹. É a CVM que estabelece as regras para a divulgação de fatos relevantes, a elaboração de demonstrações financeiras e a prestação de informações periódicas, buscando garantir que o mercado opere com o máximo de transparência e simetria informacional possível.

Na Lei das Sociedades Anônimas, o núcleo de proteção do investidor reside na imposição de deveres fiduciários àqueles que detêm o poder dentro da companhia: os

⁹ No mercado de capitais, o *disclosure* é o dever das empresas de capital aberto de divulgar informações relevantes e periódicas ao público e aos órgãos reguladores, como a CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Isso inclui a publicação de relatórios financeiros, balanços, comunicados sobre eventos importantes e qualquer informação que possa influenciar a decisão de um investidor.

administradores e o acionista controlador. Esses têm o dever de diligência (art. 153); o dever de lealdade (art. 155) e o dever de informar (art. 157).

O dever de diligência exige que o administrador empregue, no exercício funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Trata-se de um padrão de conduta objetivo, que serve de baliza para avaliar a correção de suas decisões gerenciais.¹⁰

No que diz respeito ao dever de lealdade, fica vedado ao administrador o uso de informações privilegiadas (*insider trading*), a apropriação de oportunidades de negócio da companhia (*corporate opportunities*) e a atuação em situações de conflito de interesses. Este dever busca garantir que o administrador atue sempre no melhor interesse da companhia, e não em benefício próprio.¹¹

Quanto ao dever de informar, esse obriga o administrador a declarar imediatamente ao mercado qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia

¹⁰ Lei N. 6.404/76 **Dever de Diligência**

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

¹¹ Lei N. 6.404/76 **Dever de Lealdade**

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

- I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;
- II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;
- III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários ou na decisão dos investidores de negociá-los.¹²

Esses deveres se estendem, no que couber, ao acionista controlador, esse que detém o poder de fato na companhia, conforme o disposto no art. 117¹³ da mesma lei. A

¹² Lei N. 60404/ 76 **Dever de Informar**

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.

§ 1o O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2o Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3o A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 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.

§ 5o Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1o, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4o), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6o Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

¹³ Responsabilidade

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1o São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;

§ 2o No caso da alínea a e do § 1o, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

lei reconhece que o poder de controle deve ser exercido com vistas a realizar o objeto social e cumprir a função social da empresa, vedando o “abuso de poder”, que se configura quando o controlador utiliza sua posição para obter vantagens indevidas, em detrimento dos acionistas minoritários e da própria companhia (ADAMEK, 2010).

2.2 A ATUAÇÃO DA CVM: A REGULAÇÃO E A LIMITAÇÃO DA PUNIÇÃO ADMINISTRATIVA E A REPARAÇÃO CIVIL NO JUDICIÁRIO

Na esfera administrativa, a CVM é a guardiã desses deveres na esfera administrativa. Quando há indícios de infração, a autarquia instaura um Processo Administrativo Sancionador (PAS), que pode resultar na aplicação de penalidades com advertências, multas e a inabilitação de cargos e companhias abertas.

Sob tal ótica, a instrução normativa de N. 358/2002 dispõe sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante às companhias abertas, disciplinando a divulgação dessas informações durante a negociação de valores mobiliários, estabelecendo vedações e condições para a negociação de ações em pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.¹⁴

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

¹⁴ INSTRUÇÃO CVM 358/2002 DEFINIÇÃO DE ATO OU FATO RELEVANTE

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

- I – na cotação de valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Parágrafo único: Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

Nesse sentido, dirigindo-se a um caso concreto, ao analisar um processo administrativo específico, como o PAS CVM no 19957.009206/2018-61, abstrai-se, de forma exemplar, a ação e os limites da atuação da autarquia.

Neste caso, a CVM investigou se o empresário Nelson Tanure exercia, de fato, o poder de controle da Petro Rio S.A., e se essa informação haveria sido omitida do mercado. A acusação central da procuradoria da CVM arguiu que os administradores, notadamente o Diretor de Relações com Investidores (DRI) Blener Mayhew, teriam prestado informações falsas ou incompletas no Formulário de Referência da companhia, um dos seus documentos mais importantes.

As infrações detalhadas pela acusação incluíam duas frentes principais para ocultar o controle: o primeiro, a omissão da existência de um acordo de acionistas que, na visão da área técnica da CVM, era a prova do poder de fato de Nelson Tanure; segundo a classificação indevida de membros do conselho de administração como “independentes”, quando, em realidade, possuíam ligação direta com o controlador, o que distorcia a percepção do mercado sobre a governança da empresa. Ademais, o processo também apurou outras supostas irregularidades, como a não divulgação

I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

tempestiva de informações sobre uma emissão privada de debêntures conversíveis em ações, como citado anteriormente.

Assim sendo, após um longo e detalhado processo, o Colegiado da CVM proferiu uma decisão técnica e dividida. Decidiu pela condenação do DRI, Blener Mayhew, a uma multa de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), por entender que ele, como principal responsável pelas informações prestadas, falhou em seu dever ao classificar incorretamente seus conselheiros. O colegiado, no entanto, optou por absolver Nelson Tanure e Mayhew na acusação mais grave: a de ter omitido o controle da companhia no Formulário de Referência.

Este caso, portanto, ilustra perfeitamente tanto o rigor técnico da CVM na fiscalização do dever de informar quanto a sua limitação intrínseca. A atuação da autarquia é, por natureza, punitivo-administrativa¹⁵: ela pune o infrator, mas não repara o dano do investidor. As multas aplicadas, que no caso somaram centenas de milhares de reais, reverterem para os cofres da autarquia¹⁶, não para o bolso dos acionistas que podem ter sido lesados pela informação imprecisa e uma percepção incompleta da estrutura da companhia. Assim, a atuação da CVM, embora seja uma etapa necessária à manutenção da “saúde” do Mercado, revela-se insuficiente à tutela do investidor lesado.

Ademais, para além da repressão administrativa as fraudes, a lei (LSA) prevê mecanismos de proteção para situações específicas, como a Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) por alienação de controle, prevista no art. 254-A¹⁷. Este mecanismo,

¹⁵ O poder de polícia da CVM se exerce na esfera administrativa, aplicando sanções como multas e inhabilitações aos infratores das normas do mercado de capitais. Essa atuação difere fundamentalmente da tutela jurisdicional civil, cujo objetivo é a reparação do dano entre as partes (o infrator e a vítima). A sanção administrativa tem caráter exemplar e preventivo, visando a coibir futuras infrações e a proteger a integridade do mercado como um todo.

¹⁶ Conforme o art. 11, § 5º, da Lei nº 6.385/76, os recursos provenientes das multas aplicadas pela CVM são, em regra, destinados ao Tesouro Nacional. Não há, na legislação brasileira, um mecanismo similar à Fair Fund da legislação americana, que permite que as multas cobradas por órgãos reguladores, como a SEC, sejam utilizadas para compensar os investidores lesados pela fraude.

¹⁷ Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo

conhecido como *tag along*, representa uma salvaguarda para a posição do acionista minoritário no direito societário brasileiro.

Destarte, para entender a OPA, é preciso primeiro compreender o conceito de "prêmio de controle". O poder de controlar uma companhia — ou seja, o poder de dirigir suas atividades e eleger a maioria de seus administradores — tem um valor econômico próprio, que excede o valor proporcional das ações detidas pelo controlador. Por essa razão, quando um investidor deseja adquirir o controle de uma empresa, ele geralmente paga ao acionista controlador um preço por ação significativamente superior ao preço pelo qual essas mesmas ações são negociadas em bolsa. A diferença entre o valor pago ao controlador e o valor de mercado é o chamado "prêmio de controle". Com isso, antes da criação da regra do *tag along*, o novo controlador podia adquirir o poder pagando um alto prêmio ao antigo controlador, enquanto os acionistas minoritários permaneciam na companhia, agora sob uma nova gestão que não escolheram e sem participar dos benefícios da transação. Eles ficavam, na prática, "presos" na empresa.

O artigo 254-A da LSA, dessa forma, estabelece que o adquirente do controle de uma companhia aberta é obrigado a realizar uma oferta pública para comprar as ações dos demais acionistas com direito a voto. A lei estabelece uma condição mínima para essa oferta: o preço a ser pago por cada ação do minoritário deve ser de, no mínimo, 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle. Todo o procedimento é rigorosamente fiscalizado pela CVM, que deve aprovar o edital da OPA. Esse edital, por sua vez, é um documento público que contém todas as informações essenciais da oferta, como o preço, as condições, os prazos e o laudo de avaliação da companhia, garantindo a transparência do processo.

a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

A complexidade da aplicação prática desta regra, contudo, é notável e frequentemente gera debates jurídicos de alta complexidade. Um exemplo emblemático foi a discussão em torno da OPA da Diagnósticos da América S.A., em 2014. A operação envolvia uma aquisição de controle que levantou uma série de questões técnicas sobre a estrutura da oferta, o preço a ser pago e se determinadas etapas da transação acionavam ou não a obrigatoriedade de estender a oferta a todos os minoritários. A controvérsia foi de tal magnitude que mobilizou pareceres de alguns dos mais renomados juristas do país, como Nelson Eizirik, Luiz Leonardo Cantidiano e Marcelo Trindade(2014), cujas opiniões, compiladas no processo, demonstram a miríade de interpretações possíveis sobre os detalhes técnicos da legislação de OPA. Este caso ilustra que, mesmo os mecanismos de proteção mais diretos e específicos do ordenamento brasileiro, podem tornar-se palco de batalhas jurídicas, reforçando a necessidade de clareza e segurança para o investidor.

No entanto, é fundamental reiterar que, mesmo esses mecanismos, não resolvem o problema central da reparação de danos decorrentes de ilícitos informacionais.

Diante disso, quando a via administrativa se esgota ou se mostra insuficiente, e o dano ao investidor já se materializou, a busca pela reparação se desloca para o Poder Judiciário. A legislação brasileira, em tese, oferece caminhos para essa tutela civil, sendo os principais a Ação de Responsabilidade Civil, prevista na LSA, e a Ação Civil Pública (ACP). Contudo, como se verá, a aplicação prática desses institutos revela uma série de complexidades e obstáculos que, muitas vezes, tornam a reparação do dano mais teórica do que efetiva.

A Ação de Responsabilidade Civil, delineada a partir do artigo 158 da Lei das S.A.¹⁸, fundamenta-se na responsabilidade subjetiva do gestor. Em regra, o administrador, ao atuar como um representante da pessoa jurídica, não responde pessoalmente pelas

¹⁸ Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

obrigações que contrai em nome da empresa. Como ensina com clareza o professor Fran Martins (*apud* WALD, 2016) “Como gestor da sociedade, o administrador pratica atos normais de administração, fazendo, assim, que a pessoa jurídica desempenhe suas atividades como entidade que possui patrimônio próprio. Por tal razão, as obrigações que o administrador contrai em nome da sociedade ou em virtude de ato regular de gestão são de responsabilidade da pessoa jurídica, que atua através dos seus administradores. A vontade expressa pelos administradores, quando realizam atos normais relativos à gestão da sociedade, é a vontade da pessoa jurídica, não a sua própria, donde poder o interesse da pessoa jurídica ultrapassar ou contrariar, mesmo, os interesses particulares dos administradores. Em se tratando de pessoas diferentes, com patrimônios diversos, sempre que o administrador assume obrigação em nome da sociedade, em virtude de ato regular de gestão, obrigará a sociedade. não a si próprio, pois dela está exprimindo a vontade”.

Entretanto, apesar de significar que a vontade expressa pelo administrador em um ato regular de gestão é, por consequência, a vontade da própria companhia. Cessar-se-á, essa proteção, quando o administrador exceder seus poderes ou atuar de forma ilícita. A lei é clara ao estabelecer que ele responderá civilmente pelos prejuízos que causar quando agir com culpa ou dolo, ou em violação à lei ou ao estatuto.

A questão central que define a legitimidade e o objetivo da ação é, no entanto, a natureza do dano. Para Arnaldo Wald (2016), a doutrina, tanto nacional quanto estrangeira, é pacífica ao distinguir dois tipos de prejuízos que podem emanar de um mesmo ato ilícito: o dano que atinge a companhia como um todo – esse denominado de dano social - e aquele que atinge o acionista de forma direta e particular, o dano individual.

O primeiro, um dano social, afeta o patrimônio da empresa e, conseqüentemente, dilui o valor da participação de todos os acionistas. Para repará-lo, o instrumento é a ação social (*ut universi*¹⁹), que visa recompor o caixa da própria companhia.

¹⁹ Expressão latina que significa “como um todo” ou “coletivamente”

Já o dano individual, que fundamenta a ação de natureza individual (*ut singuli*)²⁰ prevista no § 7º do artigo 159²¹, é aquele que atinge o patrimônio do acionista de forma direta e independente do prejuízo social. Como ensinavam os juristas franceses Houpin e Bosvieux (*apud* Wald, 2016), o mesmo fato ilícito pode dar origem a uma ação individual se dele resultar um "prejuízo particular" para certos acionistas. É precisamente na violação do dever de informar que essa figura se torna mais nítida. A divulgação de informações falsas que leva um investidor a comprar ações por um preço artificialmente inflado causa-lhe um prejuízo que é unicamente seu; o dano não foi ao patrimônio da empresa, mas ao bolso do investidor que foi induzido a erro.

Desse modo, a pessoa que compra ações com base em balanços falsos sofre um prejuízo que lhe é particular.

Uma questão crucial, então, emerge: a ação individual pode ser movida apenas contra o administrador ou também contra a companhia? A doutrina majoritária, incluindo nomes como Rubens Requião e Trajano de Miranda Valverde (*apud* WALD, 2016), entende que sim. A companhia responde pelos atos de seus administradores, que, sob a Teoria da Aparência, agem como a própria empresa perante terceiros. Assim, a companhia pode ser acionada solidariamente, cabendo a ela, posteriormente, o direito de regresso contra os gestores que causaram o dano.

É neste ponto, contudo, que emerge a maior complexidade prática e teórica da reparação civil no Brasil, um paradoxo devastador. Muitas vezes, a fraude beneficia a própria companhia a curto prazo, inflando o preço de suas ações. Isso a torna, simultaneamente, autora (perante o mercado) e vítima (da má-fé de seus gestores) do ilícito. Essa dualidade cria um dilema de difícil solução: processar apenas o administrador pode ser ineficaz, dado que seu patrimônio pessoal raramente é suficiente para cobrir prejuízos bilionários. Por outro lado, processar a companhia, a solução mais comum,

²⁰ Expressão latina utilizada para descrever a responsabilidade individual de cada membro de um grupo ou sociedade, sem solidariedade entre os demais membros.

²¹ LSA. 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.

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato administrador.

significa que a indenização sairá do caixa da empresa. Na prática, isso onera indiretamente os próprios acionistas que nela permaneceram ou os novos que nela investiram após o escândalo. Por consequência, a vítima, coletivamente, acaba pagando pela sua própria reparação dobrando a onerosidade dos acionistas que sofreram com os (maus) atos da gestão viciada.

Essa complexidade intrínseca, somada aos altos custos e à dificuldade de prova da ação individual, revela a fragilidade do sistema, abrindo espaço para a discussão sobre a Ação Civil Pública como alternativa.

Diante da notória dificuldade de uma ação individual, a Ação Civil Pública(ACP), disciplinada pela Lei N. 7.345/85, surge como principal opção de instrumento para a tutela coletiva do direito destes investidores. O seu grande mérito reside na capacidade de poder buscar uma decisão judicial única que reconheça a responsabilidade dos fraudadores pelo dano causado a toda a coletividade de investidores superando a necessidade de milhares de processos idênticos para discutir o mesmo ato ilícito.

A ACP foi concebida para proteger a coletividade contra danos de difícil ou impossível reparação por meio de ações individuais, muito utilizada como via adequada para a tutela de direitos da coletividade, como o meio ambiente, consumidor, por infração à ordem econômicas e quaisquer outros direitos difusos ou coletivos, conforme se abstrai de seu art. 1º²². Podendo, portanto, enquadrar-se os prejuízos sofridos por uma massa de investidores.

²² Lei N 7.347/1985

Art. 1º Regem-se pelas disposições desta Lei, sem prejuízo da ação popular, as ações de responsabilidade por danos morais e patrimoniais causados:

I - ao meio-ambiente;

II - ao consumidor;

III - a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico;

IV - a qualquer outro interesse difuso ou coletivo.

V - por infração da ordem econômica;

VI - à ordem urbanística.

VII - à honra e à dignidade de grupos raciais, étnicos ou religiosos.

VIII - ao patrimônio público e social

Abstrai-se, ainda, do art. 3º dessa mesma, que o objeto da ação pode ser tanto a condenação ao pagamento de uma indenização em dinheiro quanto o cumprimento de uma obrigação de fazer ou não fazer.²³ Por conseguinte, no contexto de fraudes de mercado, seu objetivo principal seria obter uma condenação pecuniária que visasse reparar o dano causado pela desinformação ou manipulação.

Quanto a legitimidade para o ajuizamento da ação, em seu restrito rol, surge uma interessante característica da ACP, em seu artigo 5º, ao dispor que autarquias federais possuem legitimidade para tal propositura, o que significa dizer que poderia, em tese, ser proposta pela própria CVM.

É na fase executória, no entanto, que se observa talvez a falha estrutural mais crítica do ordenamento jurídico brasileiro no diz respeito a esse assunto, vejamos:

A sentença de procedência em uma ACP²⁴, faz coisa julgada *erga omnes* no contexto de danos individuais homogêneos, é genérica. Limita-se a declarar a existência do ilícito e o dever de indenizar, tendo em vista que o dano individual é deveras idiossincrático de cada investidor.

Por isso, para que o investidor efetivamente receba e seja indenizado, fazer-se-á necessário iniciar a fase processual de liquidação e execução individual da sentença. É nesse ponto que o "gargalo processual" se manifesta.

Ao ajuizar a ação de liquidação de sentença, cada investidor atrai para si o ônus da prova, tendo vista que se tornou o autor de uma nova ação. Nesta fase, o fato constitutivo de direito deixa de ser a fraude – já comprovada – e passa a ser a conexão

Parágrafo único. Não será cabível ação civil pública para veicular pretensões que envolvam tributos, contribuições previdenciárias, o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS ou outros fundos de natureza institucional cujos beneficiários podem ser individualmente determinados.

²³ Art. 3º A ação civil poderá ter por objeto a condenação em dinheiro ou o cumprimento de obrigação de fazer ou não fazer.

²⁴ Art. 16. A sentença civil fará coisa julgada *erga omnes*, nos limites da competência territorial do órgão prolator, exceto se o pedido for julgado improcedente por insuficiência de provas, hipótese em que qualquer legitimado poderá intentar outra ação com idêntico fundamento, valendo-se de nova prova.

pessoal do autor com a fraude. Por conseguinte, deve esse, por conta própria, provar em juízo: a sua condição vítima, o nexo de causalidade e a extensão do dano, isto é, o prejuízo financeiro que sofreu.²⁵

Essa exigência de prova individual do nexo causal, em um mercado de massa, é o obstáculo que torna a reparação no Brasil, na prática, inviável para a grande maioria dos pequenos investidores. Os custos do processo individual frequentemente superam o valor a ser recuperado, criando um forte desincentivo à busca pela reparação e garantindo uma espécie de impunidade civil aos fraudadores.

3. OS MECANISMOS DE COMBATE A FRAUDE NO MERCADO DE CAPITALS AMERICANO

Como visto, a complexidade e o volume de transações no mercado de capitais exigem mecanismos processuais e jurídicos que permitam a reparação de danos de forma eficiente e equitativa. O sistema jurídico americano, devido a formação do Estado, desenvolveu dois institutos complementares que formam a espinha dorsal da proteção do investidor em casos de fraude: o procedimento das *class actions* e a teoria de *fraud on the market*.

²⁵ Lei da ACP. Art. 21: Aplicam-se à defesa dos direitos e interesses difusos, coletivos e individuais, no que for cabível, os dispositivos do Título III da lei que instituiu o Código de Defesa do Consumidor.

CPC/2015:

Art. 373. O ônus da prova incumbe:

I - ao autor, quanto ao fato constitutivo de seu direito;

Código de Defesa do Consumidor:

Art. 95. Em caso de procedência do pedido, a condenação será genérica, fixando a responsabilidade do réu pelos danos causados.

Art. 97. A liquidação e a execução de sentença poderão ser promovidas pela vítima e seus sucessores, assim como pelos legitimados de que trata o art. 82.

Historicamente, o direito anglo-saxão concebeu que o ilícito de fraude (*deceit*) possui em seu cerne uma fundamentação estritamente pessoal e relacional. Assim sendo, sua essência reside na manipulação de um indivíduo por outrem por meio de uma declaração falsa que induz a vítima a agir em seu detrimento. O núcleo desse ilícito, conforme apontam Goldberg e Zipursky em seu artigo de 2013, está:

The tort of deceit, also known as “fraud” or “intentional misrepresentation”, like all torts, proscribes conduct that is wrongful and injurious. Specifically, it renders unlawful a knowing misrepresentation intended to induce reliance by persons such as the victim that succeeds in inducing such reliance. The elements of the tort can be stated as follows: “a misrepresentation or a material omission of fact which was false and known to be false by defendant, made for the purpose of inducing the party to rely upon it, justifiable reliance of the other party on the misrepresentation or material omission, and injury”²⁶.

Significa dizer que, é a interferência na autonomia decisória da vítima; o autor da fraude engana, ludibria a vítima, interferindo e, assim, viciando a sua faculdade de tomar certos tipos de decisões em determinados cenários, livre de certas formas de desinformação.

Por essa razão, para o *common-law* anglo-saxão, um elemento indispensável e inerente a fraude (*deceit*) é a *reliance*, que pode ser melhor traduzida - e interpretada - ao português como uma espécie de confiança individual. Por isso, neste tipo de ilícito, faz-se necessário que a vítima prove que, de fato, confiou na substância da declaração falsa para tomar sua decisão. Portanto, há a necessidade da demonstração de um nexo de causalidade.

²⁶ Tradução do autor: o ilícito da fraude, também conhecido de forma comum como “fraude”, como todos os ilícitos, prescreve uma conduta que é injuriosa e errada. Especificamente, carrega a ilicitude de se gerar uma confiança individual na vítima.

Nessa perspectiva, embora o direito tenha há muito abandonado a exigência estrita de uma transação "face a face", o requisito da confiança individual (*reliance*) permaneceu como um pilar da fraude tradicional, impondo uma barreira intransponível no contexto do mercado de capitais moderno. Em um mundo globalizado e digital, onde milhares de investidores realizam transações impessoais e instantâneas, a confiança que antes era depositada em um interlocutor direto é transferida para a integridade do sistema como um todo. Torna-se processualmente inviável exigir que cada investidor prove ter lido uma declaração fraudulenta específica — como um balanço ou um comunicado de imprensa — e que sua decisão de investir foi motivada diretamente por ela. Essa dificuldade probatória, se mantida, anularia a possibilidade de reparação de danos em massa — conforme demonstrar-se-á mais adiante com o procedimento de *class actions* — deixando os investidores desprotegidos e minando a própria confiança que sustenta o mercado (GOLDBERG; ZIPURSKY, 2013).

A superação do obstáculo da confiança individual só foi possível a partir de uma base teórica sólida vinda da economia, consolidada na Hipótese dos Mercados Eficientes (EMH), desenvolvida por Eugene F. Fama(1965). A EMH postula que, em um mercado "eficiente" — esse caracterizado por um volumoso número de participantes racionais e acesso amplo à informação —, os preços dos ativos financeiros refletem, de forma rápida, completa (e eficiente), todas as informações publicamente disponíveis.

Partindo desse pressuposto, o preço de uma ação em um dado momento é a melhor estimativa de seu "valor intrínseco". Quando uma nova informação surge, a competição entre os investidores faz com que ela seja "instantaneamente" incorporada ao preço. Isso implica que os movimentos futuros de preços são imprevisíveis com base em dados passados; eles seguem um *random walk*, uma espécie de flutuação aleatória, significando que o histórico de preços "não pode ser usado para prever o futuro de nenhuma maneira significativa". A principal implicação jurídica da EMH é dupla: A informação é o nexos: informações falsas ou enganosas, ao serem divulgadas, contaminam o mecanismo de formação de preços, fazendo com que o valor de mercado do ativo não reflita sua realidade econômica. O mercado reage a dados, sem discriminação, sejam verdadeiros quanto falsos (FAMA, 1965).

A confiança se desloca: o investidor não precisa mais confiar diretamente na declaração da empresa. Ele confia na integridade do preço de mercado, presumindo que este reflete todas as informações verdadeiras disponíveis. (FAMA, 1965).

Contudo, uma vez que o preço das ações em um mercado eficiente, na teoria, reflete todas as informações divulgadas e disponíveis, surge, desse ponto, uma fragilidade do mercado a divulgações de relatórios, balanços e até declarações falsas que podem ser usadas de má-fé para inflacionar o real preço de uma ação. Por conseguinte, tal base teórica pavimentou o caminho para que a Suprema Corte Americana criasse, de forma consuetudinária, um novo ilícito de *deceit*, adaptado à realidade dos mercados de massa.

3.1 FEDERAL RULES OF CIVIL PROCEDURES: RULE 23 – CLASS ACTIONS. – A AÇÃO DE CLASSE SOB A REGRA FEDERAL N. 23

Antes de adentrar na teoria que possibilitou o efeito supracitado, faz-se necessário entender a “regra” N. 23 da *Federal Rules of Civil Procedures* da república americana. Por conseguinte, a *class action*, ou a ação de classe, é o principal instrumento processual do sistema jurídico americano para a reparação de danos em massa. Ela permite que um ou mais indivíduos (*named plaintiffs*²⁷) processem em nome de um grupo maior de pessoas que, embora não estejam individualmente presentes no processo compartilham da mesma situação fática ou jurídica.

Destarte, em um contexto de fraudes no mercado de capitais, essa ferramenta assume um papel crucial, pois os prejuízos individuais de cada investidor podem ser

²⁷ Indivíduo(s) ou empresa(s) que inicia(m) formalmente uma *class action* nos Estados Unidos. Eles são os “autores nomeados” que representam a totalidade dos membros da classe, que, por sua vez, são todos aqueles que foram afetados pela mesma conduta ilícita, mas não são identificados individualmente no início do processo. Atuam como fiduciários dos interesses da classe, e sua legitimidade e adequação de representação são avaliadas pelo juiz para a certificação da ação.

pequenos demais para justificar os altos custos de um litígio (GOLDBERG; ZIPURSKY, 2013). A *class action*, então, agrega esses danos, tornando o processo economicamente viável e, paralelamente, exercendo um poderoso efeito dissuasório contra a má conduta corporativa.

O procedimento para certificação de uma *classe action* é rigorosamente definido pela *Rule 23* da Regras Federais de Processos Cíveis²⁸. Logo, para que a ação coletiva seja admitida, o magistrado deve primeiramente verificar o preenchimento de quatro requisitos cumulativos, dispostos na *Rule 23 (a)*. São os pré-requisitos para uma ação de classe:

- a) Numerosidade(*Numerosity*): A classe deve ser tão numerosa que a junção de todos os membros como partes individuais no processo seja impraticável (*the class is so numerous that joinder of all members impracticable*). Não há um número mágico, mas a impraticabilidade é o fator determinante, considerando a dispersão geográfica dos membros e a dificuldade de gerenciar um processo com centenas ou milhares de autores.
- b) Comunidade(*Commonality*): Devem existir questões de fato ou de direito que sejam comuns a toda a classe (*there are questions of law or fact common to the class*). No contexto de fraude de mercado, a questão comum é, tipicamente, a existência e a materialidade da declaração falsa feita pela empresa, que afetou todos os investidores da mesma forma.

²⁸ FEDERAL RULES OF CIVIL PROCEDURE. 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.

- c) Tipicidade (Typicality): As reivindicações ou defesas dos representantes da classe (os *named plaintiffs*) devem ser típicas das reivindicações ou defesas dos demais membros (*the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class*). Isso garante que, ao defenderem seus próprios interesses, os representantes estarão, inevitavelmente, defendendo os interesses de todo o grupo.
- d) Adequação da representação (*Adequacy of Representation*): Os representantes e seus advogados devem ser capazes de proteger justa e adequadamente os interesses de toda a classe (*the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class*). O juiz avalia se não há conflitos de interesse entre os representantes e os demais membros e se os advogados possuem a experiência e os recursos necessários para conduzir um litígio complexo.

Superada a análise dos pré-requisitos da *Rule 23(a)*, a ação ainda precisa se enquadrar em uma das três categorias previstas na *Rule 23(b)*. Para casos de fraude de mercado, a categoria relevante é a *Rule 23(b)(3)*²⁹, que exige que as questões comuns se sobreponham às questões individuais (*predominance*) e que a ação de classe seja o método superior para a resolução da controvérsia (*superiority*). É precisamente aqui que a teoria da *Fraud on the Market* se torna indispensável, pois ela transforma a questão da

²⁹ Rule 23. (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.

confiança (*reliance*), que seria individual, em uma questão comum a toda a classe, permitindo a certificação da ação.

Uma vez certificada, a decisão judicial tem efeito vinculante sobre todos os membros da classe que não houverem optado por sair do processo (*opt-out*). Essa característica confere ao instituto uma eficiência jurídica ímpar, evitando a proliferação de múltiplas ações sobre o mesmo tema e garantindo uma solução uniforme para todos os afetados pela mesma fraude.

3.2 TEORIA DE *FRAUD ON THE MARKET*: REIVENÇÃO DA *RELIANCE* NA FRAUDE NO MERCADO

A teoria de *fraud on the market*, ou fraude no mercado, é a base jurídica que habilita o uso das *class actions* em casos de fraude com valores mobiliários. Diferentemente da fraude tradicional (*deceit*) do direito anglo-saxônico, que, como visto, baseia-se na manipulação direta de uma pessoa por outra em uma transação, a fraude sobre o mercado é um "novo" ilícito legal (GOLDBERG; ZIPURSKY, 2013). A Corte Suprema Americana a conceituou como um tipo de dano que ocorre quando um investidor sofre uma perda econômica por negociar em um mercado cujo preço foi distorcido por declarações falsas deliberadas. Com a teoria, o foco do ilícito se desloca da autonomia “decisional” da vítima para a proteção da integridade econômica do mercado.

A validação jurídica dessa teoria ocorreu no caso emblemático *Basic, Inc. v. Levinson* (1988). Neste julgamento, a Corte Suprema articulou a presunção refutável de dependência (*rebuttable presumption of reliance*), um "atalho" que dispensa a prova de que cada investidor lesado leu e confiou na declaração enganosa (*reliance*). A presunção se baseia na Hipótese dos Mercados Eficientes (EMH), que postula que, em um mercado bem desenvolvido, o preço de um ativo financeiro reflete instantaneamente todas as

informações publicamente disponíveis (FAMA, 1965). Ao divulgar uma informação fraudulenta, a empresa distorce o preço da ação.

Portanto, qualquer investidor que transacionou nesse período é presumivelmente lesado, pois confiou na integridade do preço do mercado, esse que foi contaminado pela fraude.

Os autores John C.P. Goldberg e Benjamin C. Zipursky (2013) argumentam que, no caso *Basic*, a Corte não estava apenas criando uma regra probatória para a fraude tradicional, mas sim reconhecendo um novo *ilícito*. Essa distinção é crucial porque a presunção não pode ser refutada simplesmente mostrando que o investidor não tinha conhecimento da declaração falsa. A presunção de dependência está ligada à confiança na integridade do preço de mercado, não a confiança na substância da declaração fraudulenta.

A jurisprudência americana também buscou conter a amplitude da *fraud-on-the-market theory* ao exigir a prova de dois elementos adicionais, como estabelecido no caso *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (2005) (GOLDBERG; ZIPURSKY, 2013) são eles: a perda econômica (*Economic Loss*) e o nexo causal da perda (*Loss Causation*).

Com isso, a corte estabeleceu que não basta que o investidor tenha comprado uma ação por um preço artificialmente inflado. Isso represente apenas uma espécie exposição ao risco da perda. Nesse sentido, o dano indenizável somente concretizar-se-á quando a verdade sobre a fraude vier à tona e o investidor sofrer uma perda financeira real, por exemplo, ao vender suas ações por um preço inferior ao que pagou.

Por conseguinte, o nexo causal da perda econômica sofrida pelo investidor deve ser uma consequência direta da revelação da fraude, de modo que se o *economic loss* for causado por motivo diverso – como uma crise econômica global – a empresa econômica não será responsabilizada pela fraude (GOLDBERG; ZIPURSKY, 2013).

Em síntese, a teoria do *fraud-on-the-market* e as *class actions* representam a espinha dorsal da proteção privada ao investidor nos Estados Unidos. O sistema busca

conciliar a proteção dos investidores com a eficiência do mercado, estabelecendo uma responsabilidade rigorosa para as empresas que manipulam os preços de seus ativos através de informações falsas, e, ao mesmo tempo, oferece um mecanismo processual acessível para a reparação de danos em massa. A complexidade do instituto reflete uma tentativa contínua do judiciário americano de adaptar o direito tradicional às realidades do mercado moderno, criando um tipo de ação civil que, embora com limites próprios, permanece como uma poderosa ferramenta de combate à fraude.

4. FRAUDES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

A análise dos marcos regulatórios e dos mecanismos jurídicos de proteção ganha contornos mais nítidos quando confrontada com a *praxis*. No Brasil, o mercado de capitais, embora em constante evolução, já foi palco de episódios de fraude que expuseram as vulnerabilidades do sistema e as deficiências na proteção de investidores e credores. Este capítulo examina a natureza dessas fraudes e discute dois casos notórios como forma de ilustrar os desafios enfrentados pelo ordenamento jurídico nacional.

4.1. A TIPOLOGIA DAS FRAUDES CONTRA INVESTIDORES E CREDITORES

As fraudes no contexto empresarial e de mercado de capitais podem ser classificadas em diversas tipologias, muitas vezes interligadas. A identificação precisa de cada modalidade é essencial para compreender o tipo de dano causado e as falhas nos mecanismos de proteção existentes. Portanto, discorrer-se-á sobre os tipos de fraudes existentes no mercado de capitais.

Manipulação de Mercado. A prática de manipulação de mercado envolve a distorção artificial da formação de preços de ativos financeiros, visando criar uma percepção falsa de oferta ou demanda para influenciar a decisão de outros participantes. Um fraudador pode, por exemplo, realizar uma série de operações de compra e venda entre si (*wash trading*) ou divulgar informações falsas sobre a liquidez de um ativo (*pump and dump*) para inflacionar seu preço. O dano causado atinge diretamente a integridade do mercado como um todo, prejudicando todos os investidores que operam com base em preços que não refletem a realidade econômica da empresa.

Insider Trading. O *insider trading* concerne no uso de informações materiais e ainda não públicas (*inside information*) para negociar valores mobiliários. Essa prática é considerada uma das mais graves no mercado de capitais por violar diretamente o princípio da equidade (CAMPINHO, 2024). Informações privilegiadas sobre aquisições, resultados financeiros iminentes ou crises internas podem gerar lucros extraordinários para os "iniciados" (*insiders*), enquanto o restante do mercado, operando na ignorância, sofre perdas. A repressão a essa prática é crucial para a confiança do público, pois demonstra que o mercado não é um jogo de soma zero dominado por aqueles que detêm o conhecimento exclusivo.

Fraude Contábil. Esta modalidade consiste na alteração intencional de balanços e demonstrações financeiras para enganar credores e investidores. A ocultação de dívidas, a inflação de ativos ou o registro de receitas fictícias são exemplos de práticas que falseiam a saúde financeira da empresa. O objetivo pode ser manter a cotação das ações em alta, atrair novos investidores, obter financiamentos mais baratos de bancos credores ou cumprir metas de bônus de desempenho. O dano é devastador, pois as demonstrações financeiras são a principal fonte de informação para a tomada de decisões de crédito e investimento.

Apropriação Indébita. Consiste no desvio de ativos da companhia por parte de seus administradores ou controladores em benefício próprio ou de terceiros. Esta conduta causa um dano direto e palpável ao patrimônio social da empresa e, por consequência, a todos os seus acionistas e credores. A apropriação indébita demonstra a falha dos

mecanismos de governança corporativa e o abuso de poder por parte daqueles que deveriam agir no interesse da sociedade.

A seguir, explorar-se-á como essas modalidades de fraude se manifestaram em dois casos de grande repercussão no Brasil.

4.2 O CASO OGX: A PROMESSA DE EIKE E A FRAUDE SOBRE O MERCADO

O Grupo X, as diversas empresas do empresário Eike Batista, representou, por um tempo, um dos maiores fenômenos de valorização do mercado de capitais brasileiro. A OGX foi fundada por Eike em 2007, meticulosamente construída sobre a narrativa de otimismo e oportunidade. À época, o Brasil celebrava a descoberta das reservas marinhas de petróleo da camada do pré-sal. Eike, então percebido como um *self-made man* visionário, vendeu e atrelou a sua imagem a capacidade de criar uma espécie de “Petrobras” do setor privado, essa que seria mais ágil e eficiente que o leviatã estatal que tomava forma de empresa de economia mista.



FIGURA 2 – Eike Batista e a, então, presidente Dilma Rousseff em cerimônia realizada no Porto do Açu para marcar “simbolicamente” o início da captação de petróleo pela OGX. (Eike faz o “v” da vitória, Dilma aplaude).

O *merchandising*³⁰ de Eike deu certo. Em 2010, a OGX conseguiu o feito de ser o maior IPO da história da Bolsa até então. No auge de sua ascensão, atingiu a marca 51.000,00 (cinquenta e um mil) acionistas minoritários de pessoas físicas. Com isso, a petrolífera conseguiu a incrível façanha de ser um fenômeno da bolsa valores sem sequer ter chegado a explorar um só poço de petróleo. A empresa, na prática, não vendia um produto, mas uma promessa. Seu principal ativo não era o petróleo ou o gás natural, mas a confiança que o seu controlador emanava. O Fato Relevante, documento que, pela lei, deveria servir para informar o mercado de forma sóbria e objetiva sobre atos ou factos que pudessem influir na cotação dos valores mobiliários (CAMPINHO, 2024), era transformado, nas mãos de Eike, em uma verdadeira peça de marketing. Cada descoberta potencial, por mais incipiente que fosse, era anunciada com um alarde que a fazia soar como uma certeza comercial, impulsionando as ações para novas máximas e alimentando a euforia coletiva.

A planta baixa da fraude estava justamente o abuso do dever de informar e na exploração da assimetria da informação. Enquanto o grande público de investidores era bombardeado com projeções otimistas, os relatórios técnicos, encomendados a consultorias independentes de renome mundial como a *DeGolyer and MacNaughton (D&M)* e a *Gaffney, Cline & Associates*, já começavam a pintar um quadro muito diferente. Estes documentos, conhecidos como relatórios de certificação de reservas, eram cruciais para a credibilidade do projeto, mas a sua interpretação era sistematicamente distorcida pela administração da OGX.

Internamente, a tensão entre a realidade técnica e a narrativa publica era explícita. O então diretor-geral da companhia, Paulo Mendonça, uma figura com décadas de

³⁰ Conjunto de estratégias e técnicas de marketing focadas na apresentação e organização de produtos nos pontos de venda (PDV) para estimular a compra por impulso e maximizar as vendas.

experiência na Petrobras³¹ e que emprestava credibilidade técnica ao projeto, era o responsável por apresentar os dados ao mercado. Contudo, quando confrontado com as estimativas mais cautelosas dos relatórios técnicos, Mendonça publicamente as desqualificava, classificando as análises das consultorias como "excessivamente conservadoras". Ele próprio admitiria mais tarde, em depoimentos à CVM e à Justiça, que os relatórios eram tecnicamente corretos, mas que a diretoria optava por divulgar uma visão mais "otimista" para não frustrar as expectativas do mercado — uma confissão clara da manipulação informacional em curso.

O ponto de inflexão, isto é, momento em que a narrativa começou a ruir, deu-se no primeiro semestre de 2012. A companhia anunciou que a produção inicial do campo de Tubarão Azul, a sua maior aposta, seria de apenas 5.000 barris por dia, um número frustrante e muito distante das projeções grandiosas feitas anteriormente. Veja, desde a criação da empresa ao momento em que a OGX começou a efetivamente retirar petróleo do solo, houve um hiato de quase 5 anos. Concomitante ao fato de que a produção do primeiro poço não chegou a metade das projeções propagadas, neste momento a percepção do mercado em relação a petrolífera começou a mudar, daí vieram os primeiras rachaduras na imagem do "bilionário infalível". Mesmo assim, a máquina de comunicação da empresa e o empresário que era a "cara" do negócio continuaram a tentar sustentar o otimismo, tratando o resultado como um percalço temporário.

Em meados de 2013, contudo, a situação se tornara irreversível. Internamente, a administração recebeu relatórios técnicos conclusivos que confirmavam, de forma inequívoca, a inviabilidade comercial dos seus principais poços na Bacia de Campos. Esta era, por excelência, a prova material e o tipo de notícia que seria capaz de destruir o valor e a reputação da empresa. De posse dessa informação, antes que ela fosse compartilhada com os demais sócios minoritários, Eike Batista foi ao mercado e vendeu mais de R\$ 900 milhões em ações da sua própria empresa. Foi o ato final da fraude: o

³¹ Mendonça e outros ex-executivos da Petrobras foram contratados por Eike no processo de formação da OGX e fazia parte do que o executivo chamava de dream team, o que corroborava a narrativa do empresário de que era apenas questão de tempo para a OGX se tornar uma das maiores petrolíferas do mundo. Nesse sentido, o Conselho Independente da companhia chegou até a ter a participação da ex-Ministra do Supremo Tribunal Federal, Ellen Greice.

controlador, ciente do desastre iminente, salvou o seu capital e deixou os demais investidores com um papel que, em breve, não valeria quase nada.

The screenshot shows the InfoMoney25 website interface. At the top, there's a navigation bar with links like 'Aprenda a Investir', 'Últimas Notícias', 'Mercados', etc. Below this is a market data table showing various indices and their movements. The main article headline reads: 'OGX faz acordo com credores e participação de Eike cai de 50% para 5%'. The sub-headline states: 'Segundo comunicado, sendo a operação implementada, o grupo OGX "sairá da recuperação judicial sem dívidas financeiras e com capacidade revigorada de conduzir suas atividades"; acordo prevê conversão da dívida em ações'. The author is 'Lara Rizério' and the date is '25/12/2013 08h49'. Below the text is a photo of Eike Batista wearing an orange OGX safety suit and a white hard hat, with his arms crossed in an 'X' shape.

Índice	Valor	Mudança
67	-0.06%	
Ibovespa	145.283pts	-0.02%
DÓLAR	R\$5,34	-0,41%
BITCOIN	R\$584.382	-0,21%
IFIX	3.575pts	+0.18%
MGLU3	R\$11,18	+1.45%
PI		

FIGURA 3 – Matéria de Lara Rizério para o InfoMoney sobre acordo com os credores da recuperação judicial da OGX. (Manchete do site InfoMoney com a headline: OGX faz acordo com credores e participação de Eike cai de 50% para 5%. Eike aparece cruzando os braços em formato de “X”).

Quando a OGX finalmente comunicou ao mercado a inviabilidade dos seus projetos, a confiança, seu principal ativo, evaporou-se. As ações viraram pó, a empresa entrou em recuperação judicial e dezenas de milhares de brasileiros que investiram no sonho vendido por Eike, viram os valores de seu investimento praticamente desaparecerem. Desse modo, ao invés de ser uma história de sucesso empresarial – conforme prometido – tornou-se um dos maiores exemplo de fraude sobre o mercado da história do Brasil.

4.3 O CASO AMERICANAS: FRAUDE CONTÁBIL

Enquanto a OGX era, basicamente, uma empresa de promessas futuras que implodiu antes de entregar os resultados, o caso das Lojas Americanas representa um trauma de natureza distinta e talvez mais profundo. Aqui, a fraude não estava numa promessa, mas na própria história e na suposta solidez de uma das mais tradicionais e respeitadas empresas do Brasil. Fundada em 1929, a Americanas é uma instituição do varejo nacional, presença constante na vida de milhões de brasileiros e vista no mercado financeiro como um pilar de estabilidade, controlada por acionistas de referência e reputação ilibada – os mesmos fundadores da 3G Capital.

Havia uma aura de instituição em torno da Americanas. Gerações de brasileiros cresceram a frequentar as suas lojas, e o mercado financeiro tratava os seus papéis e a sua dívida com a reverência devida a uma das joias do varejo nacional. A confiança em sua solidez era o seu ativo mais valioso e era partilhada por todos, desde o acionista que comprava um pequeno lote de ações até aos maiores banqueiros do país. A revelação da fraude, portanto, foi mais do que uma surpresa. O colapso abrupto do valor das suas ações e o consequente pedido de recuperação judicial não abalaram apenas a empresa, à época, mas a própria fé nos mecanismos de controle e na veracidade da contabilidade das grandes corporações do Brasil.

A fraude, revelada ao mercado num "fato relevante" na noite de 11 de janeiro de 2023, era de natureza contabilística, sistêmica e, como se descobriria mais tarde, de longa duração. A sua mecânica central girava em torno de um instrumento financeiro legítimo, o "risco sacado" (*supplier finance*), que foi distorcido para fins fraudulentos. Em sua operação normal, o risco sacado permite que um fornecedor da Americanas receba o pagamento por seus produtos de forma antecipada através de um banco. A Americanas, por sua vez, pagaria essa dívida ao banco numa data futura. É, em essência, um empréstimo.

Ao tempo em que o caso OGX ilustra a fraude contra investidores no mercado de capitais, o "Caso Americanas" serve como um exemplo contundente da fraude contábil que afeta principalmente os credores. Em janeiro de 2023, a descoberta de "inconsistências contábeis" na empresa, que levaram a um rombo de cerca de R\$20 bilhões, revelou a prática de ocultar dívidas por meio da operação financeira conhecida como "risco sacado" ou "operações de fornecedores".

Essa modalidade de fraude contábil consistia em registrar dívidas com bancos como operações de risco, fora do balanço patrimonial, o que mascarava o real nível de endividamento da companhia. A exposição dessas irregularidades gerou uma crise de confiança que levou à recuperação judicial da empresa e a uma disputa judicial bilionária com bancos credores e fornecedores.

O caso Americanas destaca a importância da fiscalização da CVM e da auditoria independente, mas também demonstra como esquemas complexos de fraude contábil podem passar despercebidos por anos. O impacto nos credores, que se viram diante de uma empresa com passivos muito maiores do que os declarados, levanta questões sobre a eficácia da proteção jurídica para aqueles que não atuam diretamente no mercado de capitais, mas são afetados por suas irregularidades. A fragilidade da proteção do credor, que depende da precisão das demonstrações contábeis e da fiscalização dos auditores independentes, se tornou o centro das atenções.

O cerne da fraude estava no registro contabilístico desta operação. Em vez de classificar a dívida com o banco como "Dívida Financeira" no seu balanço – o que aumentaria o seu nível de endividamento e pioraria os seus indicadores de crédito, a antiga diretoria da Americanas a mantinha indevidamente registrada como "Fornecedores", uma classificação de natureza operacional e com um peso muito menor na análise de risco. Esta prática, mantida ao longo de anos, criou uma ilusão de saúde financeira. A empresa parecia muito menos alavancada do que realmente estava publicando lucros que não eram reais e, com isso, sustentando o preço de suas ações em patamares que não refletiam a sua verdadeira e precária situação econômica.

Quando o então recém-empossado CEO, Sérgio Rial, trouxe à tona a existência de "inconsistências contabilísticas" na ordem de R\$20 bilhões (número que depois ultrapassaria os R\$ 40 bilhões), o mercado entrou em choque. A consequência foi imediata e sísmica: houve uma implosão do valor da companhia. Nos dias seguintes, o preço das ações da Lojas Americanas (AMER3) despencou mais de 90%, causando enormes prejuízos ao patrimônio de milhares de acionistas.

Por conseguinte, os bancos, subitamente cientes de que eram credores de uma empresa cuja dívida era o dobro do que se imaginava, cortaram todas as linhas de crédito. Sem acesso a crédito e com a sua credibilidade quase destruída, a companhia viu-se forçada a pedir recuperação judicial dias depois, no que se tornou um dos casos mais emblemáticos de "maquiagem contábil" da história do país.

Deste modo, tal escândalo não foi apenas produto de uma má gestão, mas de uma fraude deliberada, perpetrada pela antiga diretoria com o objetivo de manipular os resultados e enganar investidores e credores. Como o relatório do Comitê de Investigação Independente apontou mais tarde, havia uma cultura de falsificação de contratos e de pressão para atingir metas que levou à criação de uma contabilidade fictícia, longe dos olhos dos auditores e do próprio conselho de administração da companhia. A fraude na Americanas expôs, de forma brutal, a fragilidade dos controles internos e da governança corporativa, mesmo em empresas consideradas como "*blue chips*"³² do mercado brasileiro.

4.4 ABSTRAÇÃO DAS FRAUDES NO DIREITO BRASILEIRO: ANÁLISE JURÍDICO COMPARATIVA, ESTRUTURAL E CRÍTICA DO SISTEMA DE RESPONSABILIZAÇÃO BRASILEIRO

³² "Blue chips" são ações de grandes e sólidas empresas, reconhecidas pela sua estabilidade financeira, liderança em seus setores e alta liquidez, sendo consideradas investimentos de menor risco e mais seguros, ideais para investidores que buscam retornos mais previsíveis e renda passiva através de dividendos consistentes. O termo vem do pôquer, onde as fichas azuis têm o maior valor, indicando assim ações valiosas e de alta qualidade.

Os casos da OGX e da Americanas, embora distintos em suas naturezas e principais vítimas, revelam desafios comuns no sistema de proteção brasileiro. A complexidade da prova, a lentidão do processo judicial e a dificuldade de ressarcimento em massa são questões recorrentes. Enquanto a CVM atuou em ambos os casos, aplicando multas e sanções, a reparação efetiva e integral dos danos a todos os prejudicados permanece um problema.

O sistema brasileiro, com a necessidade de individualizar a prova de dano ou de depender da fase de liquidação da ACP, contrasta com a abordagem americana, que, por meio da teoria de *fraud on the market*, simplifica a questão do nexo causal. A análise desses casos concretos mostra que a integridade do mercado, seja para investidores ou credores, depende não apenas de um arcabouço regulatório robusto, mas também de mecanismos processuais que sejam capazes de lidar com a litigância de massa de forma ágil e eficaz.

Ao se debruçar nos detalhes das histórias por trás dos colapsos da OGX e da Americanas. A análise, agora, avança do campo factual para uma síntese jurídica e crítica.

Neste sentido, as condutas em ambos os casos configuram um rol de ilícitos clássicos do direito societário brasileiro. No caso OGX, a divulgação de projeções otimistas como se fossem fatos, omitindo relatórios técnicos desfavoráveis, constituiu uma violação frontal ao dever de informar (Art. 157 da Lei das S.A.). A informação omitida era, por excelência, material. A posterior venda de ações pelo controlador, Eike Batista, de posse dessa informação, configurou o ilícito de *insider trading* (Art. 155 da Lei das S.A. e Art. 27-D da Lei N. 6.385/76).

No caso Americanas, a fraude foi ainda mais sistêmica. A publicação de demonstrações financeiras que ocultavam uma dívida de 40 bilhões de reais representa a mais grave violação do dever de informar, enganando não apenas acionistas, mas todo o sistema financeiro. A manipulação deliberada dos registros contabilísticos para apresentar uma saúde financeira fictícia é uma quebra fundamental dos deveres de diligência e lealdade dos administradores (artigos. 153 e 155 da LSA). A atuação da CVM,

em ambos os casos, ao instaurar processos e aplicar multas, apenas confirma a ilicitude das condutas.

Se os casos da OGX e da Americanas houvessem, contudo, ocorrido nos EUA, a resposta do sistema judicial privado seria focada na reparação do dano e seguiria um roteiro similar para ambos

A primeira fase seria o ajuizamento e a certificação de uma *class action*: nos dias seguintes à revelação das fraudes, dezenas de escritórios de advocacia teriam protocolado ações de classe. A justiça federal consolidaria os processos e certificaria as classes de investidores lesados.

Por conseguinte, no curso da ação, aplicar-se-ia a Teoria de *Fraud on the Market*. A principal barreira do sistema brasileiro — a prova do nexos causal individual — seria superada pela aplicação dessa teoria da fraude sobre o mercado. Os advogados dos investidores argumentariam que, num mercado eficiente como a B3, as informações materiais falsas foram absorvidas pelo preço das ações, estabelecendo uma presunção de que todos que negociaram nesse período confiaram na integridade do preço e foram lesados. Como apontam Goldberg & Zipursky (2013), na doutrina americana, a teoria foi criada justamente para adaptar o direito à realidade impessoal dos mercados modernos.

Após isso haveria uma responsabilização em cadeia. A ação não se limitaria à companhia. No caso OGX, o alvo principal seria o próprio controlador. No caso Americanas, a ação certamente incluiria a empresa de auditoria independente, acusada de negligência grave por não ter detectado uma fraude de tal magnitude por anos.

Por fim, o desfecho mais provável seria a negociação de acordos judiciais bilionários. Esses acordos criariam fundos para compensar financeiramente todos os membros da classe, tornando a reparação um resultado tangível.

A breve abstração acima demonstra: o sistema brasileiro é ineficaz na reparação. Contudo, faz-se necessário, ainda destrinchar o *porquê*, razão pela qual discorrer-se-á sobre as causas. Essas são mais profundas do que uma mera falha processual.

Destarte, o direito societário americano foi moldado para resolver o conflito entre gestores e uma base de acionistas pulverizada. No Brasil, a realidade estrutural é outra: na grande maioria das vezes, o capital das companhias listadas na bolsa se encontra centrado na figura de um acionista controlador. Como explora a doutrina de Paulo Penna(2012) e Marcelo von Adamek(2010), o principal conflito de agência no Brasil é entre o controlador e os minoritários. O caso OGX é a personificação desse conflito. O caso Americanas levanta a questão da responsabilidade dos acionistas de referência pela fiscalização da diretoria. Essa dinâmica de poder torna a batalha do minoritário pela reparação inerentemente desigual.

Além disso, mesmo que o obstáculo processual da ACP fosse superado, um paradoxo, brilhantemente exposto por Arnoldo Wald em seu artigo extenuantemente referenciado neste trabalho, viria à tona. Ao processar a companhia, quem efetivamente arca com o custo da indenização são os próprios acionistas que nela permaneceram ou os novos que nela investiram. Em outras palavras, a vítima é forçada a pagar a indenização a si mesma, enquanto o verdadeiro culpado (o antigo gestor ou controlador) pode sair ileso. O sistema americano mitiga isso ao focar a responsabilização também nos indivíduos e nos auditores, e ao beneficiar-se dos seguros de D&O³³.

Por outro lado, observa-se que a proteção jurídica de investidores em face de fraudes no mercado de capitais brasileiro é sistemicamente falha na sua dimensão reparatória. O estudo demonstrou que, embora o Brasil possua um robusto arcabouço normativo para a tutela coletiva, com destaque para a Ação Civil Pública, este instrumento revela-se inadequado para garantir a compensação efetiva dos danos individuais. A necessidade de uma segunda fase processual, atomizada e com o ônus da prova recaindo inteiramente sobre a vítima, cria um gargalo processual e econômico que, na prática, nega o acesso à justiça.

Os casos emblemáticos da OGX e da Americanas não são pontos fora da curva, mas sim uma consequência previsível de um sistema que, apesar de punir na esfera administrativa via CVM, não possui um mecanismo judicial eficiente para a reparação civil

³³ Refere-se ao seguro de responsabilidade civil para administradores.

em massa. Em agudo contraste, o sistema americano, através da sinergia pragmática entre a *class action* e a teoria de *fraud on the market*, simplifica o ônus da prova e torna a litigância em massa uma realidade, gerando não apenas reparação, mas um poderoso efeito dissuasório.

A solução para o Brasil, portanto, não reside na mera cópia de modelos estrangeiros, mas na adaptação crítica dos seus princípios fundamentais. Aprimorar a proteção do investidor passa, necessariamente, pela reforma legislativa que contemple mecanismos de agregação processual para a fase de liquidação de sentenças coletivas e pela adoção de presunções de causalidade em casos de fraude de mercado, onde a informação falsa comprovadamente distorceu a formação de preços. Sem essas mudanças, o direito à reparação do investidor lesado no Brasil continuará a ser, em grande medida, um direito teórico, e o mercado de capitais, um ambiente com um nível de risco jurídico que desincentiva a poupança popular e o seu pleno desenvolvimento, mantendo-nos aquém do nosso potencial econômico.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente monografia dedicou-se a examinar o problema da proteção jurídica do investidor em face de fraudes no mercado de capitais, partindo de uma análise comparativa aprofundada entre os sistemas brasileiro e americano. A questão central que norteou esta pesquisa foi investigar por que, apesar de possuir um arcabouço normativo sofisticado e um órgão regulador atuante, o Brasil falha em prover uma reparação civil efetiva para a massa de investidores lesados por ilícitos corporativos. A análise realizada ao longo dos capítulos permite, agora, apresentar uma resposta clara a essa indagação.

O trabalho demonstrou que a arquitetura de proteção ao investidor no Brasil é marcada por uma profunda dualidade: ela é forte e presente na sua dimensão preventiva e punitivo-administrativa, exercida com competência pela Comissão de Valores

Mobiliários (CVM), mas revela-se sistemicamente frágil e ineficaz na sua dimensão reparatória, a cargo do Poder Judiciário. O principal instrumento de tutela coletiva, a Ação Civil Pública (ACP), embora robusto em seus propósitos, contém uma falha estrutural que o torna inadequado para o contexto do mercado de capitais: a sentença genérica, que exige de cada vítima o início de uma nova e individual fase de liquidação, impondo-lhe um ônus probatório e financeiro que a vasta maioria não pode suportar.

Em agudo contraste, o sistema norte-americano, através da sinergia pragmática entre o instrumento processual da *class action* e a teoria de direito material de *fraud on the market*, foi desenhado com o objetivo pragmático de tornar a reparação viável. A presunção de causalidade não é um artifício, mas o reconhecimento de que, em um mercado de massa, a confiança do investidor é depositada na integridade do sistema de preços, e não em cada comunicado individual da companhia. Ao eliminar a necessidade da prova individual de confiança, o sistema americano torna a ação coletiva não apenas possível, mas uma ameaça crível, gerando um poderoso efeito dissuasório (*deterrence*³⁴) que incentiva a boa governança.

Os estudos de caso da OGX e da Americanas não foram meras ilustrações, mas a demonstração empírica e contundente dessa tese. Em ambos os escândalos, vimos um padrão se repetir: fraudes complexas, perdas bilionárias para milhares de investidores e uma resposta jurídica que, na prática, se limitou à punição administrativa dos culpados, deixando as vítimas sem uma compensação real. A análise contrafactual demonstrou que, sob o regime americano, o resultado mais provável em ambos os casos seria a negociação de acordos bilionários destinados a reparar financeiramente a classe de investidores lesados.

³⁴ *Deterrence* (dissuasão) refere-se ao efeito preventivo que uma sanção, percebida como crível e severa, exerce sobre potenciais infratores. No sistema de responsabilidade civil americano, a *class action* funciona como um poderoso fator de dissuasão, pois a ameaça de uma condenação bilionária — que pode levar a empresa à falência e atingir o patrimônio pessoal dos administradores — altera o cálculo de risco-retorno da fraude, tornando seu custo potencial muito superior ao seu eventual benefício. Este efeito incentiva as companhias a adotarem, por racionalidade econômica, robustos mecanismos de governança e controle interno como forma de mitigar o risco de litígios devastadores.

Adicionalmente, a investigação das causas raízes revelou que a ineficácia do modelo brasileiro não é apenas processual. Ela é agravada por fatores estruturais, como a dinâmica de poder concentrada na figura do acionista controlador, que cria um conflito endêmico com os minoritários, e por um paradoxo conceitual na própria lógica da responsabilização civil, como apontado por Arnoldo Wald, onde processar a companhia acaba, em última instância, por onerar os próprios acionistas vitimados.

Diante do exposto, esta monografia conclui que a solução para a proteção do investidor no Brasil não está na mera cópia de modelos estrangeiros, mas na adaptação crítica de seus princípios fundamentais. Aprimorar o nosso sistema passa, necessariamente, por uma reforma legislativa que ataque o "gargalo processual" hoje existente. Sugere-se a criação de mecanismos de agregação processual para a fase de liquidação de sentenças coletivas, permitindo um cálculo e uma distribuição centralizada dos danos. Adicionalmente, é imperativa a adoção de presunções de causalidade em casos de fraude de mercado, onde a informação falsa comprovadamente distorceu a formação de preços, alinhando o direito à realidade econômica dos mercados modernos.

Sem essas mudanças, o direito à reparação do investidor lesado no Brasil continuará a ser, em grande medida, um direito teórico. Fortalecer a via da reparação civil privada não é apenas uma questão de justiça para com as vítimas, mas uma condição essencial para a construção de um mercado de capitais mais seguro, maduro e confiável, capaz de atrair a poupança popular e de financiar o desenvolvimento econômico do país de forma sustentável.

REFERÊNCIAS

CAMPINHO, Sergio. **Curso de Direito Comercial - Sociedade Anônima - 8ª Edição 2024**. 8. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2024. *E-book*. p.XIII. ISBN 9788553621262. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788553621262/>. Acesso em: 20 set. 2025.

REICHERT, Emmanuel. A corporação que mudou o mundo: como a Companhia das Índias Orientais moldou a multinacional moderna. **História: Debates e Tendências**, Passo Fundo, v. 13, n. 2, p. 405-408, jul./dez. 2013

FRAZÃO, Ana; COELHO, Fábio U.; Mauricio Moreira Menezes; et al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada - 4ª Edição 2025**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025. *E-book*. p.852. ISBN 9788530997304. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788530997304/>. Acesso em: 20 set. 2025.

FAMA, Eugene F. **Random Walks in Stock-Market Prices**. Chicago: Graduate School of Business, University of Chicago, 1965. (Selected Papers, n. 16).

GOLDBERG, John C. P.; ZIPURSKY, Benjamin C. The Fraud-on-the-Market Tort. **Vanderbilt Law Review**, v. 66, n. 6, p. 1755-1805, 2013.

UNITED STATES COURTS. **Federal Rules of Civil Procedure**. Effective December 1, 2024.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias**. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

BLACK, Barbara. **Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions**. North Carolina Law Review, v. 62, n. 3, p. 435-474, 1984.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.009206/2018-61**. Relatora: Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 11 de abril de 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM n. RJ2007/1996**. Relatora: Maria Helena Santana. Rio de Janeiro, 2007.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM n. RJ2007/5587**. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 2007.

TOMAZELLA, Carla Mosna. **Proteção de acionistas e credores nas operações de incorporação envolvendo sociedades anônimas**. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

UNITED STATES. Federal Rules of Civil Procedure. Washington, D.C.: U.S. Government Publishing Office, 2024. Disponível em:
<https://dicionario.priberam.org/completam-se>.

WALD, Arnaldo. **Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas no direito brasileiro**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, v. 3, p. 1-15, nov. 2016.

CABEDAL. In: DICIONÁRIO de História Luso-Brasileira. [S. l.]: Arquivo Nacional, [s. d.]. Disponível em:
https://historialuso.an.gov.br/index.php?option=com_content&view=article&id=5893:cabedal&catid=2071&Itemid=121.

MORENO, Felipe. Relembre a trajetória da OGX, da fundação à recuperação judicial. InfoMoney, 30 out. 2013. Disponível em:
<https://www.infomoney.com.br/mercados/relembre-a-trajetoria-da-ogx-da-fundacao-a-recuperacao-judicial/>.

REUTERS. OGX faz o maior IPO da história da bolsa brasileira. Exame, 13 jun. 2008. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/ogx-faz-o-maior-ipo-da-historia-da-bolsa-brasileira-m0161973/>.

EIZIRIK, Nelson. **OPA para aquisição de controle de companhia aberta: inexistência de posterior OPA estatutária por aquisição de participação relevante**. In: PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S.A. por Cromossomo Participações II S.A., fev. 2014. p. 3-53.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Parecer de Luiz Leonardo Cantidiano. In: PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S.A. por Cromossomo Participações II S.A.**, fev. 2014. p. 54-71.

COSTA E SILVA, Francisco da; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Carta de Francisco da Costa e Silva e Maria Isabel do Prado Bocater. In: PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S.A. por Cromossomo Participações II S.A., fev. 2014. p. 136-141.

BRASIL. Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964. Autoriza o Poder Executivo a emitir Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, e dá outras providências. Diário Oficial

da União, Brasília, DF, 27 jul. 1964. Disponível em:
https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4357.htm.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Oferta pública para aquisição de controle de companhia (LSA, art. 257) [...]. In: PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S.A. por Cromossomo Participações II S.A., fev. 2014. p. 72-87.

TRINDADE, Marcelo. Oferta pública voluntária: não incidência de cláusula de proteção à dispersão acionária [...]. In: PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S.A. por Cromossomo Participações II S.A., fev. 2014. p. 88-135.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. OPA Estatutária. OPA que deve ser lançada por acionista que venha a adquirir ou se tornar titular de mais de 15% do capital social [...]. In: PARECERES legais: no âmbito da oferta pública de aquisição de ações da Diagnósticos da América S.A. por Cromossomo Participações II S.A., fev. 2014. p. 142-192.