

ORGANIZADORES

ALBERTO **VENANCIO FILHO**

CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA **LOBO**

LUIZ ALBERTO COLONNA **ROSMAN**

LEI das S.A.

em seus **40** ANOS



2

INFLUÊNCIA DO PATRIMONIALISMO NA SOCIEDADE ANÔNIMA – IMPORTÂNCIA DOS MECANISMOS PRIVADOS DE EFETIVAÇÃO DOS DEVERES DO ACIONISTA CONTROLADOR E DOS ADMINISTRADORES

EDUARDO SECCHI MUNHOZ

Sumário: 1. Introdução – 2. Organização do poder na sociedade anônima: patrimonialismo e institucionalismo – 3. Mecanismos de efetivação dos deveres do controlador e dos administradores: 3.1 Mecanismos públicos e privados: equilíbrio e coordenação; 3.2 Deficiência dos mecanismos privados previstos na lei brasileira; 3.3 Medidas para aprimorar os mecanismos privados previstos na lei brasileira – 4. Conclusão – Referências bibliográficas.

1. INTRODUÇÃO

É um truísmo afirmar que o patrimonialismo tem fortes raízes na realidade brasileira. O conceito de patrimonialismo, útil para a compreensão do Brasil, foi estudado por diversos autores (Nabuco, 1998; Holanda, 1995; NUNES LEAL, 2012; Faoro, 2008; Fernandes, 2006 e 2008; Schwartzman, 2015), ganhando, em cada um deles, diferentes significados e matizes, mais ou menos próximos do conceito original de Weber (2004).

A permanência de estruturas patrimonialistas em regimes democráticos não é particular ao Brasil, verificando-se, sob características diferentes, em países como Itália, Grécia, Índia, evidenciando que democracia e patrimonialismo não são necessariamente excludentes. É o que aponta, em interessante estudo,

Fukuyama (2014), ao classificar os Estados em *patrimonialistas e modernos*. Nos Estados patrimonialistas, embora possa haver democracia, prevalecem as relações clientelistas, a apropriação privada dos recursos públicos e altos índices de corrupção; já os Estados modernos caracterizam-se por aliar a democracia a estruturas burocráticas baseadas na impessoalidade e na busca objetiva dos interesses gerais da sociedade. Alguns dos atuais Estados *modernos* teriam evoluído de um passado *patrimonialista*, como aponta o autor ser o caso dos Estados Unidos até meados do século XIX, indicando ser possível evoluir de um estágio de desenvolvimento para o outro (Fukuyama, 2014, cap. 9).

Sendo o patrimonialismo um conceito útil à análise da realidade brasileira, é curioso que seu estudo analítico se tenha restringido substancialmente ao âmbito das relações com o Estado, sem maior atenção aos seus efeitos no campo social mais geral e, especialmente, nas relações empresariais (VIANNA, 1999). Na literatura econômica nacional, mais recentemente, o tema parece ganhar atenção. Cabe destacar *Capitalismo de laços*, de Lazzarini (2011). O livro, baseado em rica pesquisa empírica abrangendo o período de 1996 a 2009, evidencia a persistência, no capitalismo brasileiro, da importância do Estado e das redes de relações pessoais, mesmo após as privatizações, dos anos 1990, e da onda de desenvolvimento do mercado de capitais, na primeira década nos anos 2000.

A abordagem sob ângulo negativo do que Lazzarini (2011) chama de *capitalismo de laços* corresponde ao conceito de capitalismo de compadrio (*crony capitalism*), estudado pela literatura econômica, que expressa a disfunção gerada por uma economia pautada pelas relações familiares, pessoais e de caráter incestuoso com o Estado. Ao *crony capitalism* opõe-se o *capitalismo meritocrático*, caracterizado pelo domínio das relações impessoais, baseadas no trabalho, no mérito individual e na racionalidade socioeconômica na tomada das decisões públicas (Zingales, 2014).

Interessantes pesquisas empíricas ilustram bem a diferença entre ambos. Segundo pesquisa de Isaacs (apud ZINGALES, 2014, cap. 2), Nos Estados Unidos, 69% da população concorda com a afirmação de que *as pessoas são recompensadas pela inteligência e pelo talento* e apenas 19% acredita que a origem em uma família rica é fator determinante para a riqueza futura (isso se compara com 39% no Chile e 53% na Espanha, por exemplo); ainda, apenas 40% entende que o fator sorte é mais importante que o trabalho para determinar as desigualdades sociais, ao passo que, no Brasil, nada menos que 75% das pessoas acredita que as disparidades sociais devem-se mais à sorte que ao trabalho (ALESINA, GLAESER, SACERDOTE, 2001).

O *crony capitalism*, além de prejudicar o desenvolvimento, contamina os pilares das relações sociais, afetando o que Guiso, Sapienza e Zingales (2010) denominam de *capital cívico*, que se compõe de elementos como o respeito à lei, a confiança recíproca entre as pessoas, a confiança no Estado, entre outros. Em países com elevado capital cívico, as pessoas majoritariamente cumprem voluntariamente as regras legais, possuem elevado índice de confiança recíproca, cooperam umas

com as outras, engajam-se em trabalhos por causas coletivas, assim como confiam nos serviços prestados pelo Estado; baixos índices de capital cívico indicam o contrário, ou seja, alto índice de corrupção, de descumprimento das regras legais e prevalência de comportamentos baseados no individualismo e no oportunismo. Novamente, o Brasil não figura de forma exemplar na pesquisa empírica. Diante da pergunta *genericamente falando, você diria que confia nas outras pessoas, ou que é preciso tomar cuidado ao negociar com elas?*, na Suécia 68% da população respondeu que sim, ou seja, que as pessoas são confiáveis; já, no Brasil, apenas 9% respondeu dessa forma (World Value Survey apud ZINGALES, 2014, cap. 10).

O *heroísmo sem nenhum caráter* do brasileiro pode dar boa literatura, mas não contribui para a formação do capital cívico que, como demonstrado por Guiso, Sapienza e Zingales (2010), constitui elemento estreitamente relacionado com o desenvolvimento.

Como essa realidade social imbrica-se com o Direito? Este artigo procura analisar a influência do patrimonialismo na disciplina jurídica da sociedade anônima, mais especificamente, da companhia aberta, e apontar caminhos para a sua superação. A companhia aberta é campo fértil para o estudo dessa realidade. A superação do patrimonialismo na sociedade anônima, caracterizado, no Brasil, sobretudo pelo favorecimento pessoal do acionista controlador, é fundamental para conferir a ela perfil efetivamente institucional (sobre a visão contratualista e institucionalista na sociedade anônima, cf. SALOMÃO FILHO, 2006).

O estudo é particularmente relevante no atual momento da vida brasileira. O crescimento do mercado de capitais na primeira década dos anos 2000 justificou o prognóstico otimista de que a sociedade anônima no Brasil se transformaria, finalmente, em instrumento efetivo de financiamento das empresas, estabelecendo um modelo institucionalista, com maior proteção aos investidores e mais amplas oportunidades de participação (MUNHOZ, 2013). O estudo de Lazzarini (2011) demonstra, no entanto, que, a despeito da maior participação de investidores estrangeiros, de investidores institucionais e de pessoas físicas, a estrutura do capitalismo brasileiro continuou a ser dominada pelas redes de laços. A participação do Estado e as relações próximas entre um pequeno número de atores poderosos não se reduziram, mas, até certo ponto, fortaleceram-se.

A tanto se deve adicionar o advento da operação Lava Jato, com início em 2014, que pôs a nu o caráter patrimonialista das relações em algumas das maiores empresas brasileiras (a começar pela maior delas, a Petrobras), envolvidas, direta ou indiretamente, em escândalos de corrupção, com prejuízos imensos para seus acionistas, credores, empregados e para a sociedade em geral. O fato de algumas dessas empresas terem atuação no mercado internacional, sobretudo, nos Estados Unidos, e de serem passíveis de punição pelas autoridades daquele país, expõe, para constrangimento geral, a fragilidade do sistema brasileiro de efetivação dos deveres do acionista controlador e dos administradores (GORG, 2015).

O artigo se estrutura da seguinte forma. O Capítulo II analisa o arcabouço institucional criado pela Lei das S.A. e a relevância do papel conferido ao acionista controlador. O Capítulo III inicia-se pela análise dos mecanismos públicos e privados de *enforcement* no direito comparado, sobretudo nos Estados Unidos, e na realidade brasileira. Em seguida, dedica-se a examinar as principais causas da debilidade dos mecanismos privados no Brasil e a apontar possíveis aprimoramentos. Na conclusão, defende-se que a construção de um sistema privado forte de efetivação dos deveres dos controlador e dos administradores é vital para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

2. ORGANIZAÇÃO DO PODER NA SOCIEDADE ANÔNIMA: PATRIMONIALISMO E INSTITUCIONALISMO

A Lei das S.A., dada a genialidade dos autores do anteprojeto, Lamy Filho e Bulhões Pedreira, constitui raro exemplo na ordem jurídica brasileira, ao aliar pragmatismo, precisão técnica e preocupação de contribuir para a transformação da realidade. A lei tem um objetivo claro: fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais, de modo a fazer dele instrumento efetivo de financiamento das empresas brasileiras (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 156).

Para lidar com tão ambicioso desafio, a Lei das S.A. adotou um paradigma diferente das *corporations* norte-americanas ou inglesas, países com mercados de capitais desenvolvidos. Com a justificativa de que o modelo de companhias com capital pulverizado, controladas pela administração, seria incompatível com a realidade brasileira vigente à época da edição da lei, e somente possível no último estágio de expansão da macroempresa, adotou-se orientação baseada na figura do *empresário-empendedor* (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 204-205). O reconhecimento do papel do empendedor e sua legitimação pela Lei das S.A. resultou, ainda, do entendimento dos autores do anteprojeto de que as companhias comandadas pela burocracia administrativa também apresenta aspectos negativos (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 204), de modo que o modelo destas não poderia ser imposto a todas as empresas. [É rica a literatura analisando comparativamente, sob a perspectiva de seu desempenho, as companhias com e sem controlador; a pesquisa empírica não dá suporte, porém, para concluir-se sobre a superioridade de uma sobre outra (MORCK, RANDALL, SHLEIFER, VISHNY, 1988; HIMMELBERG, HUBBARD, PALIA, 1999; GILSON, 2005)].

Assim, ao disciplinar a estrutura do poder na sociedade anônima, a lei concebeu uma clara separação entre o *empresário-empendedor* e o conjunto de *acionistas investidores*. Cabe ao *empresário-empendedor* o comando da empresa, podendo contar, para tanto, com os capitais oferecidos pelos *investidores*. Essa concepção traduziu-se, de um lado, pela definição da figura do acionista controlador e, de

outro, pela atribuição a ele de deveres e responsabilidades especiais (arts. 116, 117 e 246 da Lei das S.A.). O acionista controlador ficou legitimado para exercer o seu poder de comando sobre a empresa. E os acionistas-investidores contam com os mecanismos de monitoramento e de atribuição de responsabilidade ao controlador, na hipótese de descumprimento do seu dever de zelar pelo interesse da companhia, de todos os demais acionistas, dos que nela trabalham e da comunidade em que atua (art. 116, parágrafo único).

A lei adotou um arcabouço institucional, ao criar órgãos com competências privativas bem definidas: (i) acionista controlador (art. 116, "a" e "b"), que predomina nas deliberações na assembleia geral e exerce seu poder para orientar os negócios sociais; (ii) assembleia de acionistas (art. 122), que deve aprovar as decisões mais relevantes e estruturais, como aumento de capital, fusão, cisão, incorporação, reforma do estatuto social etc.; (iii) conselho de administração (art. 142), que deve eleger a diretoria e fixar a orientação geral dos negócios; e (iv) diretoria (art. 138, § 1º), a quem compete a representação da companhia.

Ainda previu: (i) a independência funcional, ao estabelecer que os poderes atribuídos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto (art. 139); (ii) o dever do acionista controlador de atuar na defesa da função social da empresa (art. 116, parágrafo único); e (iii) a independência dos administradores, ao estabelecer que estes têm o dever de atuar no interesse da companhia (art. 154), não podendo defender o interesse daqueles que o elegeram (art. 154, § 1º), e também ao definir como exercício abusivo do poder de controle o fato de o controlador orientar os administradores a praticarem atos ilegais (art. 117, § 1º, "e").

A análise desse quadro de organização do poder, numa primeira aproximação, conduziria à conclusão de que a Lei das S.A. brasileira logrou conferir à sociedade anônima perfil institucionalista, capaz de levá-la a atuar no sentido da função social da empresa, e não dos interesses pessoais do acionista controlador. Os órgãos da sociedade anônima, ao receberem poderes e atribuições privativos outorgados pela lei, acompanhados dos respectivos deveres funcionais e responsabilidades, seriam compostos de um corpo burocrático capaz de atuar não no sentido particularista, ou de interesses individuais, mas dos objetivos gerais fixados para a sociedade anônima. Segundo a ideia *weberiana*, o controlador e os administradores da sociedade anônima corresponderiam ao *burocrata puro*, leal aos objetivos da instituição-sociedade anônima, não se confundindo com o *funcionário patrimonial*, cujas decisões pautam-se pelo favorecimento pessoal. Nesse sentido, a sociedade anônima brasileira escaparia do patrimonialismo, próprio da realidade nacional.

Essa conclusão, que poderia advir de uma análise pautada pelo *formalismo jurídico*, desvinculada da realidade, do mundo do *ser*, tão frequente na prática brasileira, certamente, porém, cede a estudo que tenha a realidade do poder sob foco. Em artigos seminais Tavares Guerreiro (1984 e 1990), identificou a dissociação

entre o modelo institucional, previsto na lei, e a realidade do poder na sociedade anônima brasileira. Segundo Tavares Guerreiro (1990, p. 53):

“Como já escrevi, pelo menos do ponto de vista da análise sociológica, a estrutura burocrática da administração social pode ser levada a atender não o interesse da companhia, como a princípio quer a lei, mas a funcionar precisamente como o meio pelo qual se dá a guarida dos interesses do acionista controlador, num típico esquema de dominação legal, no sentido weberiano.”

Esse quadro, desde a edição da lei em 1976, continua a dominar a realidade brasileira, sendo inegável que, ainda hoje, o acionista controlador encontra amplo espaço para beneficiar-se pessoalmente, em detrimento dos demais *stakeholders*, num exemplo de patrimonialismo nas relações privadas (DYCK, ZINGALES, 2004; BLACK, CARVALHO, GORGA, 2009; LAZZARINI, 2011; MUNHOZ, 2013).

São diversos os fatores a levar a tal resultado.

Antes de tudo, é preciso levar em conta o ambiente cultural, social e econômico no qual se insere a lei. Num país com forte tradição patrimonialista, é esperado que o dono do poder (o acionista controlador) não tenha como tendência natural o cumprimento voluntário do dever de atuar como leal servidor dos interesses gerais da empresa. Se é turva a separação entre o domínio público e o privado, também é obscura a diferença entre o interesse individual do acionista controlador e o interesse da coletividade que caracteriza a empresa. Assim, o comportamento de o controlador favorecer-se em detrimento dos demais *stakeholders* encontra um índice de aceitação social coerente com a tradição patrimonialista do país. O baixo nível de capital cívico no Brasil explica, ainda, porque não é incomum, mesmo entre grandes empresários, a valorização da grande sacada, do ganho rápido, do aproveitamento das relações pessoais e com o Estado, em detrimento do trabalho e da busca de produtividade e eficiência. Não é sem razão que 91% dos brasileiros dizem, como regra geral, que é preciso muito cuidado ao negociar com outras pessoas, não se podendo confiar nelas (World Value Survey apud ZINGALES, 2014, cap. 10). Nesse contexto sociocultural, resulta ingênua a afirmação da lei de que o acionista deve usar o seu poder com o fim de realizar a função social da empresa (art. 116, parágrafo único), se desacompanhada de instrumentos fortes para assegurar o cumprimento de tal dever.

A intensidade dos instrumentos de monitoramento do poder justifica-se, ainda, pelo fato de a lei brasileira favorecer a concentração do poder do controlador, de forma muito evidente. Primeiro, ao reconhecer ao controlador um papel que vai além da assembleia geral, estabelecendo que lhe cabe *dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia* (art. 116, “b”). O controlador, portanto, atua no comando efetivo das atividades, expedindo ordens aos administradores e diretrizes a serem seguidas. Segundo, pela limitação ou relativização da *independência* do administrador, que decorre de um poderoso elemento de coerção: a demissibilidade *ad nutum*. Esses dois fatores combinados levam a que

o administrador, em vez de posicionar-se como um burocrata da instituição, veja-se, muitas vezes, reduzido a instrumento de realização da vontade do acionista controlador (TAVARES GUERREIRO, 1990, p. 52 e 56).

Ainda, a concentração de poder é favorecida pelo instituto do acordo de acionistas, disciplinado pelo art. 118, que ganha na lei brasileira um caráter único, quando comparado a figuras análogas do direito estrangeiro (CARVALHOSA, 2011; VENTORUZZO, 2013; MASULLO, 2015). Sobre o acordo de acionistas, consolidado após a Lei 10.303/2001, que introduziu os §§ 8º e 9º ao art. 118, consolidou-se na doutrina brasileira, ainda que haja debate sobre os respectivos limites, o entendimento de que os administradores vinculam-se ao acordo de acionistas (com boa resenha sobre o tema, cf. ADAMEK, 2009, p. 145-146). Assim, por exemplo, conselheiros de administração devem seguir a orientação recebida dos acionistas, nos termos estabelecidos no acordo. Na prática, verifica-se o deslocamento da esfera de decisão não apenas da assembleia geral de acionistas, mas do próprio conselho de administração, para as reuniões prévias de acionistas, com frequência previstas em tais acordos.

Também contribui para a concentração de poder a ausência, na lei brasileira, de limites ou de fatores de desincentivo para a formação de grupos societários de estrutura piramidal. O acionista controlador indireto, por meio dessas estruturas, é capaz de exercer um forte poder de comando, ainda que sendo titular de investimento reduzido, em comparação com o valor total do patrimônio das empresas por ele comandadas (GILSON, HANSMANN, PARGENDLER, 2011, p. 490).

Em suma, (i) a possibilidade de o acionista controlador dirigir o funcionamento dos órgãos sociais; (ii) a demissibilidade *ad nutum* dos administradores; (iii) o acordo de acionistas vinculante para os administradores e para a companhia; e (iv) a ausência de limites para a formação de grupos societários piramidais são alguns dos fatores estruturais que contribuem para a concentração do poder do acionista controlador no Brasil.

Diante (i) de um ambiente econômico, social e cultural favorável ao abuso do poder e (ii) de elementos normativos que contribuem para sua concentração estrutural, seria imperioso que os mecanismos para o controle desse poder fossem fortes e efetivos. No Brasil, porém, ocorre justamente o contrário, sendo tais mecanismos frágeis, o que resulta em um quadro amplamente tolerante aos abusos. Falta, no Brasil, um sistema equilibrado de *freios e contrapesos* que, em tema de controle do poder, se não corresponde a uma solução mágica, parece constituir o que oferece os resultados mais satisfatórios. Segundo Zingales (2014, cap. 1), o sistema de freios e contrapesos é a grande conquista da sociedade norte-americana, fator decisivo para o desenvolvimento de um modelo meritocrático de capitalismo naquele país.

Não se pretende defender que medidas voltadas à redução estrutural da concentração do poder não sejam necessárias. De fato, parece indispensável o reforço da independência da administração, a revisão da disciplina do acordo de acionistas,

bem como a imposição de limites, ou de fatores de desincentivo, para as estruturas piramidais de grupo. Essas medidas, porém, não são objeto deste artigo. Cuida-se, aqui, de examinar os mecanismos privados que visam a concretizar os deveres do controlador e dos administradores. Isso porque, mesmo diante de medidas estruturais mais equilibradas, a existência de um sistema de repressão aos abusos do controlador e dos administradores dotado de efetividade é indispensável ao bom funcionamento do sistema.

O capítulo seguinte procura analisar os mecanismos voltados a assegurar o cumprimento dos deveres do acionista controlador e dos administradores, no regime da lei brasileira. Ao identificar as deficiências desses instrumentos, ao final, indicam-se algumas das medidas que, na visão deste trabalho, poderiam contribuir para o seu aprimoramento e, desse modo, para romper com o patrimonialismo ainda dominante.

3. MECANISMOS DE EFETIVAÇÃO DOS DEVERES DO CONTROLADOR E DOS ADMINISTRADORES

3.1 Mecanismos públicos e privados: equilíbrio e coordenação

O sistema norte-americano de *enforcement*, no mercado de capitais, é geralmente reconhecido como um dos mais rigorosos (COFFEE, 2002; LA PORTA, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 2006; FERRARINI, giudici, 2006). Essa característica, segundo Coffee (2002, p. 229), leva a que a economia norte-americana tenha um menor custo de captação de capital e que os títulos emitidos por companhias naquele país tenham valor superior ao que se verificaria em outros mercados. Esse sobrevalor decorreria da menor capacidade de o controlador e dos administradores obterem benefícios privados, em detrimento dos demais acionistas e *stakeholders* (COFFEE, 2002, p. 232). Assim, a experiência norte-americana corroboraria a existência de relação direta entre a qualidade do sistema de *enforcement* e o nível de desenvolvimento do mercado de capitais (LA PORTA, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997 e 1998; LA PORTA, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 2006).

O caso brasileiro é particularmente interessante para o estudo do tema. Diante da concentração estrutural, legitimada juridicamente, do poder de controle no Brasil, a efetividade do sistema de concretização dos deveres do controlador, e por extensão dos administradores, apresenta-se ainda mais importante. Como ressaltado pelos próprios autores do anteprojeto (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 195), a imputação de deveres e responsabilidades especiais ao controlador é a outra face do poder a ele conferido.

Os mecanismos de efetivação das normas do direito societário e do mercado de capitais podem ser qualificados em públicos e privados. Os mecanismos privados são aqueles à disposição das pessoas privadas, na defesa de seus direitos, ao passo que os públicos derivam do poder público e, especialmente, da atividade

regulatória do Estado (LA PORTA, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 2006). Assim, no sistema norte-americano, são exemplos de mecanismos públicos a atuação da *Securities Exchange Commission* (SEC) e a do *Department of Justice*; são mecanismos privados as *derivative suits* e as *class actions*, propostas pelos acionistas. No Brasil, há surpreendente paralelismo com os mecanismos norte-americanos, podendo-se indicar, entre os públicos, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Ministério Público, este com legitimidade para a persecução criminal e para as ações civis públicas de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários (Lei 7.913/1989); entre os privados, as ações de responsabilidade civil contra o controlador (art. 246) e os administradores (art. 159), propostas pela companhia e/ou pelos acionistas, e as ações civis públicas antes referidas (no caso destas, se admitida a legitimidade das associações para sua propositura, o que será analisado adiante).

Nada obstante a similitude dos instrumentos, a realidade do *enforcement* no Brasil e nos Estados Unidos, é completamente distinta. Como se verá, o Brasil, a exemplo do que se verifica na maioria dos países europeus de *civil law* (GELTER, 2012; FERRARINI, GIUDICI, 2006), há prevalência dos mecanismos públicos e fragilidade dos mecanismos privados (GORGA, 2015; PRADO, 2016). Bem verdade que a lei brasileira foi precursora ao prever as ações civis públicas (GIDI, 2003) e, especificamente, a ação civil pública para reparação de dano aos investidores no mercado de valores mobiliários (VIGILAR, 2001, p. 109-111), assim como possui uma experiência única no campo da arbitragem em matéria societária (MUNHOZ, 2012). A despeito, porém, do que se poderia identificar como qualidades da lei brasileira sobre a matéria, por uma série de fatores, tem sido extremamente pobre a verificação concreta do cumprimento dos deveres do controlador e dos administradores.

Com respeito aos mecanismos públicos, houve nos últimos anos inegável evolução, com a sofisticação da CVM e a intensificação e ampliação de sua atividade regulatória (YAZBEK, 2015). Também a atuação do Ministério Público foi ampliada, com a tipificação, pela Lei 10.303/2001, de um maior número de condutas como crimes no âmbito do mercado de valores mobiliários (EIZIRIK, 2008; MORELLI, 2015). Houve, ainda, maior integração entre CVM e Ministério Público, na celebração de termos de compromisso, bem como na iniciativa de ações civis públicas, embora muito raras ainda, contra controladores e administradores.

Nada obstante a evolução dos mecanismos públicos, de forma coerente com o que geralmente se vê nos países continentais europeus, há no Brasil uma certa desconfiança em relação aos mecanismos privados. O principal receio é que tais mecanismos aumentem o risco de abusos, de comportamentos oportunistas e individualistas, implicando aumento da litigiosidade e, por consequência, do custo das empresas, em detrimento do seu crescimento e da sua produtividade (GIUDICI, 2009; GRINOVER, 2008; BUSCHINELLI, BRESCIANI, 2015).

Assim, o objetivo de coibir as ações temerárias e aventureiras (*strike suits, frivolous suits*) justificaria o privilégio aos mecanismos públicos, numa orientação, há de se reconhecer, consentânea com a tradição de paternalismo e de concentração de poder, própria da cultura brasileira. A atribuição à sociedade civil de instrumentos de tutela encontra resistência no Brasil. Demonstração eloquente disso é o fato de que, se de uma parte, reconhece-se a superioridade do sistema brasileiro de tutela de interesses coletivos frente a outros países de *civil law* (GIDI, 2003), de outra, verifica-se que esse sistema baseia-se fundamentalmente na atuação não de pessoas privadas, mas do Ministério Público, ator central nas ações civis não de brasileiras (ZAVASCKI, 2014, “conclusões”). A ideia foi oferecer à sociedade civil instrumento para a defesa dos direitos coletivos, mas, paradoxalmente, conferiu-se a um órgão do Estado (o Ministério Público) o papel central nesse sistema.

Defende-se, neste artigo, a mudança dessa realidade. É preciso fortalecer os mecanismos privados de concretização dos deveres do controlador e dos administradores, de modo a equilibrar e coordenar sua atuação com os mecanismos públicos. Há uma série de razões para isso.

Algumas dessas razões decorrem de puro pragmatismo. A atuação regulatória da CVM, que exerce o papel preponderante na efetivação das normas societárias no Brasil, não tem o condão de conferir aos acionistas substitutos perfeitos à tutela privada de seus interesses. De fato, a CVM pode impor sanções administrativas (v.g., inabilitação, multa, advertência), mas não pode determinar a recomposição patrimonial pelos danos sofridos, nem pode determinar a anulação de decisões tomadas pela companhia (EIZIRIK, 2008). Ainda, sendo o Brasil um país com muitas prioridades básicas a serem atendidas e notória escassez de recursos públicos, é natural que os órgãos públicos encarregados do *enforcement* no mercado de valores mobiliários sofram de forma crônica com a falta de pessoas e de toda sorte de meios necessários para cumprir a missão que lhes é atribuída. Sem dúvida, esse é o caso da CVM e, mais ainda, do Ministério Público, cujas funções institucionais são extremamente amplas na ordem jurídica brasileira.

Além desses fatores de ordem prática, defende-se o reforço dos mecanismos privados, por reconhecer-se que a maior participação da sociedade civil na defesa de seus direitos é vital para romper com a tradição patrimonialista da sociedade brasileira. Diante de um Estado patrimonialista, está claro o risco de captura (STIGLER, 1971), a comprometer a qualidade dos mecanismos públicos. Nesse contexto, a atribuição à sociedade civil de instrumentos de participação ativa na defesa de direitos coletivos contribui para equilibrar a concentração do poder, configurando-se como um contrapeso relevante.

Por último, a coordenação e o equilíbrio entre os mecanismos privados e públicos é fundamental para construir um modelo amplo o suficiente para lidar com as diversas modalidades de abuso e fraude no mercado de valores mobiliários. Atribuir tão vasta missão a uma única pessoa é ignorar o tamanho do desafio. A corroborar esse pensa-

mento, é interessante a pesquisa empírica de Dyck, Morse e Zingales (2010), concluindo que as fontes de descoberta de fraudes no mercado de capitais norte-americano são muito variadas, nenhuma delas representando mais de 20% dos casos. O percentual de fraudes identificadas pela SEC é de apenas 6% e por auditores de apenas 14%; já a mídia (14%) e empregados (19%), somados, respondem por 33%.

Com base nesses dados, Zingales (2014, caps. 1, 4 e 12) defende que um sistema baseado em *whistleblowers* e em *class actions* é superior àquele baseado exclusivamente na atuação de agências reguladoras. As poderosas macroempresas e o *lobby* organizado podem influenciar a atuação das agências reguladoras, mas é impossível controlar e monitorar um conjunto difuso de agentes privados (v.g., empregados, auditores, acionistas, advogados), incentivados economicamente, a denunciar as fraudes e a iniciar ações coletivas. Ante a ausência de ações coletivas e de incentivos econômicos para *whistleblowers* e advogados, as grandes companhias têm amplo espaço para controlar as denúncias, contratando os melhores advogados e inibindo a atuação dos reguladores. [A esse respeito, é emblemática a seguinte passagem do juiz da Suprema Corte norte-americana Louis Brandeis, anterior à introdução das *class actions* naquele país:

“Em vez de adotar uma posição de independência, entre os ricos e o povo, preparados para limitar os excessos de um e de outro, advogados talentosos têm-se, em larga medida, transformado em assistentes das grandes empresas e negligenciado a obrigação de usar seus poderes para a proteção do povo. Nós ouvimos muito dos advogados corporativos e muito pouco dos advogados do povo” (*apud* ZINGALES, 2014, cap. 11).]

Nesse contexto, o papel dos *whistleblowers* e das *class actions* na realidade norte-americana fazem parte indissociável do sistema de freios e contrapesos, referido anteriormente. Se, de um lado, as companhias e seus administradores são poderosos, de outro, os incentivos, inclusive econômicos, para que participantes do mercado façam denúncias e para que acionistas, e advogados, iniciem ações coletivas visando à reparação de danos constituem uma contrapeso importante para equilibrar a balança.

Há, claro, o risco de ações temerárias, de abusos praticados por acionistas e advogados oportunistas, bem como o de aumentar os custos incorridos pelas companhias para defender-se dessas ações. Esse risco e aumento de custos, porém, parecem não suplantam os efeitos sociais benéficos que decorrem da ameaça concreta que tais ações representam, constituindo, assim, um relevante fator de indução para que controladores e administradores cumpram voluntariamente seus deveres institucionais (DYCK, MORSE, ZINGALES, 2010). Nos Estados Unidos, são reconhecidos os abusos no uso das *class actions*, gerando a consequente preocupação de limitá-los, como se deu, por exemplo, com a edição do *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA), de 1995; não se cogita, porém, defender a extinção do instituto (THOMAS, THOMPSON, 2012).

Cabe, então, examinar, em mais detalhe, os mecanismos privados disponíveis na ordem jurídica brasileira, voltados a assegurar o cumprimento dos deveres do acionista controlador e dos administradores. Essa análise tem por objetivo identificar os principais fatores que levam ao atual quadro de debilidade desses mecanismos, bem como apontar caminhos para o seu aprimoramento.

3.2 Deficiência dos mecanismos privados previstos na lei brasileira

Os mecanismos privados previstos na lei brasileira podem ser resumidos, principalmente, (i) nas ações de responsabilidade contra o controlador (art. 246) e contra administradores (art. 159); e (ii) nas ações civis públicas de reparação de dano aos investidores no mercado de valores mobiliários (Lei 7.913/1989) [se admitida a legitimidade das associações, já que a ação civil pública, quando proposta pelo Ministério Público ou pela CVM, devem ser classificadas como mecanismos públicos, e não privados].

Vale referência, ainda, ao instituto da arbitragem, que ganhou proeminência no direito societário brasileiro, com a introdução, pela Lei 10.303/2001, do § 3º ao art. 109 da Lei das S.A. e, sobretudo, com a criação da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BM&FBOVESPA, a quem compete julgar privativamente os conflitos entre acionistas, administradores e companhia, no caso daquelas listadas no Novo Mercado, no Nível 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e no Bovespa Mais. A arbitragem não corresponde a um mecanismo autônomo, mas é analisado neste trabalho como alternativa à jurisdição estatal para julgar as ações de responsabilidade.

A ação de responsabilidade contra o controlador e a contra os administradores podem ser propostas por acionistas e visam a reparar os danos sofridos pela companhia (semelhantes às *derivative suits* norte-americanas). Os acionistas atuam como substitutos processuais, ao deduzirem em juízo, em nome próprio, direito alheio (DINAMARCO, 2014). [A ação contra os administradores pode ser proposta também pela companhia (ação social *uti universi*). Embora não haja previsão expressa na Lei das S.A., há quem defenda que a companhia também tem legitimidade para a ação contra o controlador, na medida em que é a titular do direito a ser deduzido na demanda. A probabilidade de ação movida pela companhia, porém, é baixa, em vista de o controlador ter o poder de preponderar nas deliberações sociais. Interessante mencionar que a legitimidade da companhia foi expressamente prevista na recente Lei das Estatais (art. 14, § 1º, da Lei 13.303/2016)]. Ambas as ações de responsabilidade (ações derivadas) padecem de problemas semelhantes.

Há elevada barreira para a propositura dessas demandas. O percentual de no mínimo 5% do capital social, previsto para conferir legitimidade aos acionistas (art. 159, § 4º; art. 246, § 1º, "a"), a depender do nível de dispersão acionária verificado no universo dos não controladores, pode ser de difícil atendimento. Tal

percentual é muito superior à média verificada na maior parte dos países da Europa continental para ações judiciais análogas (GELTER, 2012). A flexibilização desse limite, prevista na lei apenas com relação à ação contra o controlador (art. 245, § 1º, "b"), ao admitir a legitimidade para a causa de qualquer acionista desde que preste caução, não tem efeito prático. Isso porque o acionista, ainda que tivesse patrimônio suficiente para tanto, dificilmente encontraria racionalidade econômica na decisão de prestar caução pelas custas e honorários de advogado devidos em caso de improcedência, comprometendo, assim, seu patrimônio pessoal, com vistas a alcançar um benefício que é futuro, incerto e dirigido à companhia.

A racionalidade econômica dificilmente é encontrada mesmo na hipótese em que a ação pode ser proposta independentemente de caução. É que o acionista deve arcar, no curso do processo, com as custas e despesas processuais, litigando por anos, para, ao final, sendo procedente a ação, obter a reparação do dano em benefício da companhia. Tem-se, portanto, situação clara de concentração de custos e dispersão de benefícios, a desestimular o acionista a propor as ações derivadas. A esse respeito, Bulhões Pedreira afirma:

A razão disso é muito simples. Em princípio todo acionista que promove a ação não ganha nada, porque o resultado da ação é em benefício da companhia. (...) Isto parte do reconhecimento de que não adianta nada definir melhor os direitos dos acionistas minoritários se esses direitos não forem exercidos. Se não, toda lei fica letra morta. Não é razoável se esperar que algum acionista pretenda gastar anos numa ação, discutindo com o acionista controlador, e no final não recebe nada, quando muito o reembolso das despesas (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS SOCIEDADES DE CAPITAL ABERTO apud BUSCHINELLI, BRESCIANI, 2015, p. 252, nota de rodapé 14).

Esse quadro de desequilíbrio, evidencia-se ainda mais grave, quando se tem em conta que o benefício indireto, obtido pelo acionista em virtude da reparação do dano em favor da companhia, é muito mais teórico do que prático. A evidência empírica indica que o ajuizamento da ação judicial, em geral, resulta em queda do valor das ações da companhia e, mais, que o eventual julgamento de sua procedência não resulta em proporcional valorização (FERRIS, PRITCHARD, 2001). A percepção do mercado de que determinado controlador (ou administrador) age de forma abusiva pode gerar a perda da confiança dos investidores, com efeito negativo sobre a cotação das ações superior ao valor do dano concretamente causado ao seu patrimônio pelo ato lesivo por ele praticado. (Sobre o impacto da descoberta de fraudes e de *class actions* sobre a cotação das ações, cf. GRIFFIN, GRUNDFEST, PERINO, 2004; NELSON, SUN, 2009).

Para lidar com esse problema, novamente de forma precursora em relação a países de *civil law*, a Lei das S.A. procurou reequilibrar a balança, mas exclusivamente em relação à ação contra o controlador. Assim o fez, ao estabelecer prêmio

de 5% ao acionista e honorários de advogado de 20%, ambos calculados sobre o montante da condenação. Contudo, em acórdão de 2010, o Superior Tribunal de Justiça decidiu que esses percentuais devem ser calculados não sobre o valor total da condenação, mas basear-se no percentual de participação do acionista no capital social multiplicado pelo valor da condenação (STJ, REsp 1.220.272/RJ, Rel. Min. Luiz Felipe Salomão, j. 14.12.2010). A seguir-se essa orientação, a título ilustrativo, um acionista, titular de 5% do capital, que obtenha a condenação do controlador a pagar indenização de R\$ 100 milhões, receberia prêmio de R\$ 250 mil. Há de se reconhecer que o benefício ao acionista, interpretado dessa forma, fica muito aquém do que seria necessário para incentivá-lo economicamente a decidir pela propositura da demanda (BUSCHINELLI, BRESCIANI, 2015, p. 293-296).

Ainda como barreira adicional ao ingresso de ação contra o controlador, o Superior Tribunal de Justiça (STJ, REsp 798.264/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, j. 06.02.2007; STJ, REsp 1.212.497/RJ, Rel. para acórdão Min. Raul Araújo, j. 23.09.2014) estendeu a essa demanda a exigência de deliberação assemblear prévia, prevista na Lei das S.A. apenas para a ação contra os administradores (art. 159, *caput*, §§ 4º e 3º) (ADAMEK, 2009, p. 308). Esse entendimento, a todo sentir, não deriva da disciplina da ação contra o controlador, prevista no art. 246, nem poderia resultar de aplicação analógica, pela ausência de lacuna a ser integrada e pela manifesta diferença entre as situações – ação contra os administradores e ação contra o controlador (BUSCHINELLI, BRESCIANI, 2015, p. 261-264).

Há também dificuldades procedimentais relevantes. Primeiro, a ausência de instrumentos, no direito material e no direito processual, que favoreçam a identificação e a comprovação dos atos ilícitos e do dano (FERRARINI, GIUDICI, 2006). É inegável a assimetria de informação entre o acionista, de um lado, e a companhia, os administradores e o controlador, de outro. Assim, impor ao acionista o ônus de identificar e de comprovar os atos abusivos e o dano, a partir das regras gerais do direito civil e do direito processual civil, não parece adequado, sendo imperiosa a definição de regras especiais, adequadas a essa realidade. A Lei das S.A. não previu, porém, mecanismos especiais de identificação dos ilícitos e de produção de prova para as ações derivadas. E o regime geral de instrução probatória no processo civil brasileiro dificulta essa identificação e comprovação. Não por outra razão, aponta-se que a *discovery* dos processos norte-americanos constitui um dos fatores determinantes da maior efetividade do sistema de *enforcement* daquele país no mercado de capitais (FERRARINI, GIUDICI, 2006). O sistema de *discovery* impõe à parte apresentar todas as informações e documentos necessários ao esclarecimento de determinados fatos, não se exigindo que a parte contrária, ou o juiz, especifiquem os documentos ou as informações a serem apresentados (HAZARD, 1998), o que facilita a comprovação do ilícito em casos de assimetria de informação.

Finalmente, a falta de especialização, a morosidade e a ineficiência do Judiciário brasileiro, que sofre com falta de recursos humanos e financeiros, são fatores

adicionais a determinar a não efetividade das ações derivadas (MUNHOZ, 2012). Não causaria surpresa, na realidade brasileira, o fato de uma ação de responsabilidade arrastar-se por mais de 10 anos até chegar-se a uma decisão final.

A análise crítica da ação civil pública, prevista na Lei 10.913/1989, leva a uma conclusão igualmente negativa sobre a efetividade do modelo brasileiro. Muito embora a edição da Lei 10.913/1989 tenha representado uma iniciativa inovadora, aproximando o modelo brasileiro das *class actions* norte-americanas, por uma série de fatores, como é frequente na realidade brasileira, a lei não deitou raízes sólidas na realidade.

Parte da doutrina (ZACLIS, 2007, p. 144) defende que essa ação civil pública somente pode ser movida pelo Ministério Público, caso em que se afastaria dos mecanismos privados, qualificando-se como mecanismo público de efetivação dos deveres do controlador. E, como mecanismo público, sofre dos problemas anteriormente destacados, dentre os quais, escassez de pessoas e recursos, risco de captura (STIGLER, 1971) e concentração do poder.

O entendimento dominante na doutrina, porém, é no sentido de que também associações privadas têm legitimidade para essas ações (GRINOVER, 2012, p. 46-50). A prevalecer essa orientação, as associações, no campo privado, poderiam exercer papel ativo na efetivação da responsabilidade da companhia, do controlador e dos administradores por danos causados aos investidores, propiciando, assim, maior difusão dos mecanismos de controle e contribuindo para reduzir alguns dos problemas antes apontados com relação à concentração excessiva nos mecanismos públicos. Contudo, decisão recente do Supremo Tribunal Federal (STF, RE 573.232/SC, Rel. para acórdão Min. Marco Aurélio, j. 19.09.2014) e outras que se seguiram do Superior Tribunal de Justiça (STJ, REsp 1.374.678/RJ, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 04.08.2015; STJ, REsp 1.481.089/SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva j. 1º.12.2015) podem restringir substancialmente a efetividade da atuação das associações. Trata-se do entendimento de que a eficácia das decisões proferidas em ações civis públicas movidas por associações limita-se àqueles que comprovem sua filiação antes da data da propositura da demanda. Assim, a associação não poderia tutelar coletivamente um grupo amplo de investidores prejudicado por atos abusivos, mas apenas aqueles que figuram como seus associados antes da propositura da demanda.

Ainda quanto às ações civis públicas, há incerteza quanto ao seu escopo, especialmente no que diz respeito aos direitos individuais homogêneos, justamente os mais frequentes em tema de mercado de valores mobiliários. O conceito de direitos individuais homogêneos e a forma de indenizar individualmente os membros da coletividade são ainda cercados de incerteza e incompreensão (GRINOVER, 2012, p. 34-58). (Sobre o tema, cf. Proc. 008567076.2015.8.19.0001, 7ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro, maio de 2016 – ação civil pública movida por associação, que cuidava de suposto *insider trading*, extinta sem julgamento de

mérito por entender o juiz não estarem presentes direitos individuais homogêneos a serem tutelados).

Além desses fatores, também compromete a efetividade das ações civis públicas o sistema de produção de provas e a ineficiência do Judiciário brasileiro, de que se cuidou ao analisar as ações derivadas.

Por último, cumpre analisar o instituto da arbitragem. Sua introdução no sistema de mercado de capitais brasileiro teve como principal objetivo debelar algumas das deficiências antes apontadas em relação ao Judiciário. A arbitragem poderia oferecer aos investidores um sistema de solução de conflitos dotado de celeridade, especialização, profundidade técnica e menor suscetibilidade à corrupção (MUNHOZ, 2012).

Contudo, a efetividade da arbitragem também resulta comprometida pelos seguintes fatores: (i) incerteza quanto à extensão subjetiva da cláusula compromissória; (ii) ausência de regras adequadas sobre acesso ao procedimento, formação do tribunal arbitral, litispendência e limites da coisa julgada, no caso de arbitragens que envolvem litisconsórcio unitário, como se dá no caso das ações derivadas de responsabilidade; e (iii) a previsão de sigilo que (a) inviabiliza o conhecimento e a eventual participação no procedimento de acionista sujeito aos efeitos da decisão, a comprometer sua eficácia *erga omnes*; e (b) impede a formação de jurisprudência, acessível aos participantes do mercado, fator relevante para conferir-lhe maior segurança e previsibilidade (MUNHOZ, 2012).

Depreende-se daí que o conjunto de mecanismos privados, composto (i) pelas ações derivadas de responsabilidade, (ii) pela ação civil pública, movida por associações e (iii) pela arbitragem, por fatores das mais diversas naturezas, apresenta baixíssima efetividade na concretização dos deveres do controlador e dos administradores. Os instrumentos, quando analisada a lei sob enfoque formal, parecem adequados e simétricos aos norte-americanos, cuja efetividade é geralmente realçada. Examinando-se mais de perto, porém, verifica-se que todos esses instrumentos sofrem de deficiências importantes.

Ademais, tais instrumentos de tutela não estão organizados de forma sistêmica, podendo resultar conflitantes e descoordenados. É possível que, com relação aos mesmos fatos, tramitem simultaneamente ações derivadas e ação civil pública, com diferenças de escopo ainda não bem delineadas pela doutrina e pela jurisprudência; o mesmo pode ocorrer em relação às ações judiciais e às arbitragens, dada a polêmica, em certa medida ainda vigente, a respeito da extensão subjetiva da cláusula compromissória (TELLECHEA, 2016, p. 356-466), levando a que determinados acionistas estejam sujeitos à arbitragem e outros à jurisdição estatal com respeito à mesma causa.

Diante desse quadro pouco alvissareiro, cumpre estudar medidas capazes de superar algumas dessas deficiências, contribuindo para o aumento da efetividade do *enforcement* privado no Brasil. É do que se trata no tópico seguinte.

3.3 Medidas para aprimorar os mecanismos privados previstos na lei brasileira

Os tópicos anteriores demonstram que os mecanismos privados para concretização dos devedores do controlador e dos administradores no Brasil têm baixa capacidade de atingir os objetivos que justificaram sua criação. Suas deficiências originam-se de: (i) falhas e lacunas encontradas na lei e na autorregulação (especialmente, Regulamento do Novo Mercado e Regulamento da CAM); (ii) interpretação inadequada da lei pela doutrina e pela jurisprudência; e (iii) baixa qualidade e ineficiência das instituições encarregadas de colocá-los em atuação.

Importa inicialmente diferenciar o objeto e a função das (i) ações de responsabilidade (ações derivadas); e (ii) da ação civil pública no âmbito do mercado de valores mobiliários.

As ações de responsabilidade visam à reparação patrimonial da companhia, em virtude da violação de deveres do controlador ou dos administradores (LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, 2009, p. 1.222-1.262, e 1947). Já a ação civil pública visa à reparação dos danos sofridos pelos investidores no mercado de valores mobiliários em virtude do descumprimento, pela companhia-emissora ou por terceiros, do dever de prestar informações adequadas e de assegurar seu funcionamento regular e eficiente (GRINOVER, 2012). Assim, além do rol exemplificativo de condutas previsto no art. 1º da Lei 7.913/1989, justifica a propositura de ação civil pública a violação aos arts. 27-C, 27-D e 27-F da Lei 6.385/1976. Trata-se, a bem de ver, do equivalente funcional, na lei brasileira, da *Rule 10(b)5* da *Securities Exchange Commission*, fundada na Seção 10(b) do *Securities Exchange Act*, um dos principais fundamentos das *class actions* norte-americanas.

A ação civil pública, portanto, pode levar à responsabilização da companhia e diz respeito a um dano direto sofrido pelo acionista. Esse dano se verifica em relação ao valor das ações por ele adquiridas ou vendidas dentro de determinado período afetado pelo ato lesivo ao regular funcionamento do mercado. A busca da reparação desse dano pelo acionista pode dar-se por meio de ação individual (art. 159, § 7º), ou, dada a repercussão coletiva sobre outros investidores, por meio de ação civil pública (art. 1º da Lei 7.913/1989). Não se trata, portanto, de dano indireto, passível de reparação somente por meio de ação de responsabilidade derivada, ainda que tenha como referência a perda de valor da participação do acionista. É que essa perda de valor não deriva indiretamente de eventual prejuízo patrimonial sofrido pela companhia, mas da tomada de decisão pelo acionista, na compra ou venda de valores mobiliários, eivada de vício por conta da quebra dos deveres relacionados com a manutenção do funcionamento regular do mercado.

A diferença é tênue, mas não deve ser ignorada, sendo muito similar ao que se vê no direito norte-americano no que diz respeito às *derivative suits* e às *class actions*. Importa notar que, em muitos casos, o mesmo conjunto de fatos pode

originar ambas as ações judiciais, tanto no Brasil, quanto nos Estados Unidos (THOMPSON, THOMAS, 2004). Em situações de cabimento simultâneo de ambos os tipos de demanda, o fundamento para a ação civil pública mais frequente será o da quebra do dever da companhia de prestar informações completas e verdadeiras aos investidores do mercado (art. 1º, III, da Lei 7.913/1989). (Os casos da Aracruz e da Sadia ilustram bem essa assertiva, cf. GORGA, 2015).

Feita essa distinção, podem ser examinados os possíveis aperfeiçoamentos para aumentar a efetividade dos mecanismos privados. Alguns são específicos de cada um deles, outros são comuns. Inicia-se pela análise dos aspectos específicos.

Com respeito às ações de responsabilidade, convém reduzir as barreiras de ingresso. No caso da ação de responsabilidade contra o controlador, deve-se eliminar a exigência de caução, prevista no art. 246, § 1º, “b” (BUSCHINELLI, BRESCIANI, 2015, p. 277-284) e afastar a descabida interpretação de que seria necessária prévia assembleia de acionistas para deliberar a respeito da sua propositura. Quanto à ação de responsabilidade contra os administradores, vale reformar a Lei das S.A. para reduzir o percentual de 5% para (i) a propositura da ação e (ii) para a convocação da assembleia destinada a deliberar sobre ela, a exemplo do se vê no direito comparado (GELTER, 2012; BUSCHINELLI, BRESCIANI, 2015, p. 265). Também recomenda-se isentar o autor de ambas as ações das custas e despesas processuais, bem como dos ônus de sucumbência, o que demandaria modificar a Lei das S.A. para estabelecer regra análoga à prevista no art. 18 da Lei da Ação Civil Pública (Lei 7.347/1985).

Superadas essas barreiras de entrada, vale estimular o acionista a ingressar com as referidas ações judiciais. Para tanto, é importante pacificar-se a interpretação do art. 246, § 2º, no sentido de que o percentual de 5% de prêmio e de 20% de honorários de advogado deve ser calculado sobre o valor total da condenação, e não em função da participação do autor no capital, a qual levaria, na prática, à eliminação do incentivo. Ainda, justifica-se estender os mesmos incentivos econômicos para a ação de responsabilidade contra os administradores, prevista no art. 159.

Quanto à ação civil pública, enquanto houver incerteza quanto à legitimidade das associações e, sobretudo, ao alcance da sentença – se a toda a coletividade de investidores ou apenas aos associados –, dificilmente se poderá identificar nela alguma efetividade como mecanismo privado. Não se pode deixar de criticar, ainda, a escolha, pela Lei da Ação Civil Pública de conferir a associações, com base em critérios de representatividade puramente formais, a titularidade da defesa dos direitos coletivos. São conhecidos os casos de associação pouco representativas, com pequeno número de associados, controladas por um reduzido número de pessoas e constituídas de forma deliberada para atender a interesses oportunistas. Sobre o assunto, ressalta Grinover (2012, p. 50):

É certo que problemas práticos têm surgido pelo manejo de ações coletivas por parte de associações que, embora obedeçam aos requisitos legais, não apresentam

a credibilidade, a seriedade, o conhecimento técnico-científico, a capacidade econômica, a possibilidade de produzir uma defesa processual válida, dados sensíveis esses que constituem a características de uma “representatividade” idônea e adequada.

Melhor seria, sobretudo no caso da ação civil pública no âmbito do mercado de valores mobiliários, conferir-se legitimidade direta aos titulares dos direitos afetados, ou seja, aos investidores (ou, mais especificamente, aos acionistas), a exemplo do que ocorre nas *class actions* norte-americanas. Essa definição deveria vir acompanhada do controle da *representatividade adequada* com base em critérios materiais, como: (i) a credibilidade, capacidade e experiência do legitimado ou de seu advogado; (ii) sua experiência e conduta, ou de seu advogado, em eventuais processos coletivos em que tenha atuado; (iii) ser o legitimado titular do direito individual homogêneo, com participação relevante comparativamente a outros titulares. Cumpre ressaltar que essa proposta é consentânea com a posição defendida pelos principais estudiosos do tema no Brasil, refletida no Código Modelo de Processos Coletivos do Instituto Ibero-Americano de Direito Processual (MENDES, 2005) e no anteprojeto de Código Brasileiro de Processos Coletivos (GRINOVER, 2005) que, lamentavelmente, não teve seguimento no Congresso Nacional. A ação civil pública, movida por acionistas em representação da coletividade, deve resultar em sentença com efeito *erga omnes*, de modo que todos os acionistas afetados pelo ato ilícito possam dela beneficiar-se.

Além da ampliação da legitimidade aos acionistas, a exemplo do que se mencionou em relação às ações de responsabilidade, é fundamental a atribuição de incentivo econômico ao autor da ação civil pública e a seu advogado. Ainda que a indenização, no caso da ação civil pública, seja conferida aos acionistas, para compensar os custos associados com a propositura e o acompanhamento do processo, é importante conferir incentivo econômico específico ao autor e a seu advogado, em linha com a experiência norte-americana. Assim, o incentivo previsto no art. 246, § 2º, da Lei das S.A. deveria ser estendido para as ações civis públicas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Por último, vale mencionar a arbitragem, especialmente no que diz respeito à Câmara do Mercado, da BM&FBOVESPA, dada a sua competência para a solução dos conflitos nas companhias listadas no Novo Mercado, principal segmento de listagem brasileiro. Nas ações derivadas de responsabilidade, como também em outras com repercussão coletiva, é preciso eliminar o sigilo do procedimento. Primeiro, para possibilitar que os demais litisconsortes unitários tenham conhecimento e possam, se quiserem, participar voluntariamente do procedimento. Essa providência, na visão deste trabalho, é necessária para a validade e eficácia *erga omnes* da sentença, na medida em que asseguraria o respeito aos princípios do devido processo legal e do contraditório (art. 5º, LIV e LV, da Constituição Federal). Assim, uma vez requerida a

arbitragem envolvendo litisconsórcio unitário, seria publicado edital para que todos os acionistas dela tivessem conhecimento. Segundo, para permitir que as decisões proferidas sejam, na sua integralidade, conhecidas pelo público, algo essencial para a formação de um conjunto jurisprudencial capaz de conferir previsibilidade e segurança ao mercado. Além da eliminação do sigilo, são necessárias regras que ajustem a composição do tribunal à eventual integração de outros acionistas, litisconsortes unitários, ao procedimento. Assim, não seria feita a indicação dos árbitros até a estabilização do polo ativo da demanda, com a verificação da presença de todos os acionistas que optaram por participar do procedimento. Havendo conflito, a solução adotada pela experiência internacional é a de atribuir ao presidente da Câmara a prerrogativa de indicar todos os árbitros, assegurando-se, assim, a igualdade entre as partes, ou pode-se adotar um critério de sorteio entre o corpo de árbitros dela integrante. Quanto aos efeitos da sentença, tratando-se de litisconsórcio unitário, produz efeitos *erga omnes*, ou seja, a sentença arbitral proferida em procedimento voltado a reconhecer a responsabilidade civil do controlador ou dos administradores produz efeitos em relação a todos os acionistas. Por último, para que a arbitragem possa efetivamente atuar como mecanismo de controle, é essencial a pacificação do entendimento quanto à extensão da cláusula compromissória, inserida no estatuto social, a todo o conjunto de acionistas, de forma indistinta. Do contrário, a segmentação da competência para solução de conflitos entre a jurisdição estatal e a arbitragem inviabilizaria, por completo, o bom funcionamento do sistema.

Superados os pontos específicos, cumpre avaliar os elementos comuns de aprimoramento dos mecanismos privados.

A preocupação com o aumento de aventuras processuais (*strike suits* ou *frivolous suits*) deve ser enfrentada por meio da imposição de sanções pecuniárias graves ao autor, uma vez seja reconhecido o caráter temerário da ação de responsabilidade, da ação civil pública ou da arbitragem. A imposição de sanção econômica pode constituir um fator relevante de dissuasão dessas demandas. Além disso, no caso da ação civil pública, vale disciplinar um procedimento preliminar de verificação do requisito *representatividade adequada*, definida a partir de critérios materiais. A ausência de *representatividade adequada*, ou da demonstração, *ab initio*, da *plausibilidade* da pretensão, devem levar à extinção da ação. Essa mesma estratégia, de prever um juízo preliminar sobre a viabilidade da ação, deve ser adotada em relação às ações de responsabilidade e às arbitragens, por meio da previsão de regras procedimentais especiais na Lei das S.A. Ante a ausência dessas regras, cabe ao julgador valer-se dos instrumentos previstos no Código de Processo Civil e no Regulamento da CAM para extinguir, no estágio inicial do procedimento, as ações iniciadas sem fundamento.

Finalmente, quanto aos meios para identificação e comprovação dos atos lesivos, conviria modificar a Lei das S.A. para estabelecer procedimento especial para a identificação dos ilícitos e para a produção de provas, que seriam aplicá-

veis às ações derivadas de responsabilidade e à ação civil pública prevista na Lei 7.913/1989. Não se pretende a adoção da *discovery*, do direito norte-americano, mas, de forma consentânea com os princípios do processo civil brasileiro, caberia impor ao controlador, aos administradores e à companhia o dever de apresentar todas as informações e documentos necessários ao esclarecimento dos fatos relevantes para o deslinde da causa, eliminando-se a imposição ao autor do ônus de especificar, de forma individualizada, os documentos e informações que pretende ver exibidos. A Lei das S.A. também poderia prever um procedimento específico, preparatório das referidas ações judiciais, para a produção de provas, de tal modo que, uma vez demonstrada a presença de indícios e de fundamentos razoáveis pelo autor da ação, o controlador, os administradores e a companhia estivessem obrigados a apresentar os documentos e informações solicitados. Esse procedimento preparatório, análogo ao *pretrial discovery* do direito norte-americano, pode ser útil para o esclarecimento dos fatos e para a avaliação da posição jurídica das partes, podendo contribuir para eliminar ações judiciais destituídas de fundamento e, ainda, para a celebração de acordos antes do seu ajuizamento.

Muito embora fosse preferível a modificação da Lei das S.A. para a disciplina clara e sistemática desse procedimento de produção de provas, é possível atingir resultados muito semelhantes a partir do bom uso dos instrumentos previstos na lei processual, sobretudo, após a edição do Código de Processo Civil de 2015 (CPC). O direito processual contemporâneo defende, desde a vigência do código anterior, que o juiz deve ter um papel ativo no exercício dos poderes instrutórios (BEDAQUE, 2009). Diz o art. 370 do CPC que cabe ao juiz, *de ofício*, ou a requerimento da parte, determinar as provas necessárias ao julgamento do mérito. Além do papel ativo do juiz, pode contribuir para a clarificação dos fatos a interpretação extensiva do art. 397, I, do CPC, no sentido de que o magistrado pode determinar a exibição de documentos e informações pela parte, ainda que estes não estejam precisamente *individualizados*. Essa interpretação parece possível na medida em que o dispositivo prescreve que a individualização deve ser *tão completa quanto possível*. E, ao julgar a causa, o juiz pode distribuir o ônus da prova de forma diversa da regra geral, ao constatar, diante das peculiaridades do caso, a impossibilidade, ou excessiva dificuldade, de uma das partes desincumbir-se do encargo (art. 373, § 1º, do CPC). É o que se verifica nas ações derivadas e na ação civil pública, dada a assimetria de informações antes referida. Por último, e muito importante, é a inovação trazida pelo Código de 2015 quanto à produção antecipada de provas (art. 381 do CPC) que, agora, não encontra fundamento apenas no risco de dissipação ou de desaparecimento da prova, podendo ter como objetivo: (i) *viabilizar a autocomposição ou outro meio de solução de conflito* (art. 381, II, do CPC), ou (ii) *pelo prévio conhecimento dos fatos, justificar ou evitar o ajuizamento da ação* (art. 381, III, do CPC). Trata-se, portanto, de mecanismo funcionalmente equivalente, em certa medida, ao *pretrial discovery* norte-americano.

Com respeito às arbitragens, seria recomendável a modificação do Regulamento da CAM para estabelecer um procedimento especial de produção de provas, seguindo as diretrizes antes apontadas, como regra dispositiva, ou seja, aplicável desde que as partes, de comum acordo, não estabelecessem no termo de arbitragem procedimento distinto.

Finalmente, medida essencial para que tudo de que se cuidou anteriormente possa ter efeito é o aprimoramento e a solidificação das instituições brasileiras, especialmente do Poder Judiciário. A arbitragem não constitui substituto perfeito para o Judiciário em tema de conflitos de mercados de capitais, pelas diversas razões estudadas neste trabalho. Por isso, melhorias quanto à especialização e à morosidade do Judiciário são indispensáveis. Sem instituições fortes encarregadas de aplicar a lei, de nada adiante a qualidade e a proficiência dos textos legislativos (NORTH, 1990).

4. CONCLUSÃO

O rompimento do patrimonialismo não é tarefa fácil, ainda que em sociedades com forte tradição democrática. A experiência norte-americana demonstra que essa transformação somente ocorre quando a sociedade civil passa a exigir, de forma ativa e direta, a mudança dos comportamentos e do modelo de atuação do Estado. Um olhar otimista poderia levar à conclusão de que, ainda que tardiamente, a sociedade brasileira, na segunda década do século XXI, começa a dar sinais de que deseja romper o patrimonialismo. Nas relações privadas, a transformação da companhia aberta para um modelo *weberiano* de organização burocrática muito contribuiria para esse avanço, sendo, ainda, fator primordial para a construção de um capitalismo meritocrático no país.

O rompimento do patrimonialismo na companhia aberta, porém, exige a efetividade dos mecanismos privados de concretização dos deveres do acionista controlador e dos administradores. Ainda que medidas estruturais fossem adotadas para reduzir o nível de concentração do poder, dadas as características das empresas brasileiras e o estágio do desenvolvimento do capitalismo no país, é forçoso reconhecer que o acionista controlador exerce, e continuará a exercer, papel central. Nessa medida, vale a previsão de instrumentos fortes de controle do poder, na mesma intensidade com que tal poder se organiza e se concentra.

Nesse contexto, os mecanismos públicos de *enforcement* são desejáveis e bem-vindos, mas certamente não são suficientes. Não substituem perfeitamente a tutela proveniente dos mecanismos privados. Além disso, sofrem da escassez de recursos, própria de um país emergente como o Brasil, e, mais importante, são suscetíveis ao risco de captura e à influência dos titulares do poder econômico. Em uma sociedade com solidas raízes patrimonialistas é ingênua, ou mal intencionada, a defesa da concentração dos mecanismos de controle do poder nas instituições públicas.

(É interessante a comparação com a realidade norte-americana do século XIX, quando o acionista controlador tinha ampla oportunidade para obter benefícios privados e eram elevados os índices de corrupção; a transformação dessa realidade, para a de um mercado de capitais desenvolvido, teve como fatores determinantes a autorregulação e os mecanismos privados de *enforcement*, cf. COFFEE, 2001).

Em tema de companhias abertas, portanto, não se pode confiar apenas à CVM e ao Ministério Público a repressão aos abusos do controlador e dos administradores. É preciso destravar os mecanismos privados, eliminar as barreiras que hoje impedem sua atuação de forma efetiva. Em uma palavra, é preciso fomentar a participação direta da sociedade na defesa de seus interesses, pois apenas a participação ativa e disseminada do conjunto de acionistas, investidores, auditores, advogados e outros *gatekeepers* (COFFEE, 2006) é infensa ao controle de um poder concentrado.

O receio quanto ao aumento da litigiosidade ou de custos para as companhias, no contexto da realidade brasileira de absoluta ausência de qualquer resquício de efetividade dos mecanismos privados de concretização dos deveres do controlador, não justificam os obstáculos desproporcionalmente impostos à sua atuação. As pesquisas empíricas, ao analisarem a realidade norte-americana, na qual prevalecem os mecanismos privados, estão a demonstrar que o eventual aumento de custos com *class actions* e *derivative suits* são suplantados pelos benefícios sociais derivados dessas ações. A intensidade do sistema privado de *enforcement* é, por essa razão, vista como um dos fatores a determinar a superioridade do mercado de capitais norte-americano. Por isso, defende-se neste trabalho que a efetividade dos mecanismos privados de concretização dos deveres do controlador e dos administradores é crucial para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Muito há a avançar, porém, nesse campo, dado o desolador quadro de debilidade desses instrumentos na realidade atual.

Quanto às ações derivadas, a estrutura adotada pela Lei das S.A. é adequada, mas é preciso eliminar as barreiras ao ingresso dessas ações, permitindo que possam ser ajuizadas por qualquer acionista. Também fundamental é assegurar que os acionistas e seus advogados tenham incentivo econômico direto para a propositura dessas ações, sob pena de a concentração de custos e dispersão de benefícios, apontada neste trabalho, inviabilizar na prática o seu ajuizamento. Com respeito à ação civil pública no âmbito do mercado de capitais, cumpre conferir legitimidade ativa diretamente aos acionistas, por critérios materiais de *representatividade*. E também estabelecer incentivos econômicos ao autor da ação e a seus advogados.

Com respeito às ações judiciais antes referidas e à arbitragem, cumpre aprimorar o sistema de identificação e de comprovação dos atos ilícitos e do dano: (i) mediante a previsão de uma sistema de produção antecipada de provas análogo ao *prediscovery trial* norte-americano (em certa medida, hoje contemplada no CPC - art. 381); e (ii) uma vez presentes determinados requisitos quanto à plausibilidade

da demanda, pela imposição à companhia, aos administradores e ao controlador do dever de apresentar todas as informações e documentos relacionados com determinado fato, ainda que não tenham sido especificados ou individualizados pelo autor da ação.

Para inibir ações temerárias, com relação às ações derivadas, à ação civil pública e também à arbitragem, defende-se a disciplina de um procedimento preliminar voltado à verificação da plausibilidade da demanda e, no caso da ação civil pública, da adequação da representatividade do autor e de seu advogado, de modo que, ausentes tais requisitos, seja o procedimento imediatamente extinto. Ainda, cumpre estabelecer sanção econômica rigorosa ao autor, quando se verificar o caráter temerário da demanda, ou sua má-fé.

Algumas das medidas apontadas ao longo deste trabalho dependem de reforma da lei material e processual, mas, em relação a boa parte delas, basta a prevalência de uma interpretação adequada da lei, mais atenta aos fins socioeconômicos por ela visados.

Finalmente, é fundamental buscar a eficiência e a especialização do Poder Judiciário. Afinal, sem instituição forte capaz de atuar a lei, não há como torná-la parte da realidade. A arbitragem pode funcionar como importante instrumento para substituir parcialmente a ineficiência do Poder Judiciário, mas, para que possa exercer com efetividade essa função no direito brasileiro, cumpre superar (i) a incerteza quanto à extensão subjetiva da cláusula compromissória, (ii) a imposição desnecessária de sigilo e (iii) a inadequação de certas regras procedimentais para a tutela de interesses coletivos, como ocorre no caso das ações derivadas, em relação às quais ocorre situação de litisconsórcio unitário.

Em suma, este trabalho defende que o fortalecimento dos mecanismos privados de efetivação dos deveres do controlador e dos administradores da companhia aberta no Brasil, e o fomento da participação direta dos acionistas, investidores, advogados, auditores, entre outros agentes privados, na atuação desses mecanismos, são elementos necessários ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, de modo a romper com o patrimonialismo e a contribuir com a construção de um desejável capitalismo meritocrático no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADAMEK, M. *Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.
- ALESINA; GLAESER; SACERDOTE. Why don't the US have an European-style welfare state? *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 32, 2001, p. 187-277.
- BEDAQUE, J. *Os poderes instrutórios do juiz*. São Paulo: RT, 2009.
- BLACK, B.; CARVALHO, A.; GORGA, E. The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, p. 385-428, 2009.

- BUSCHINELLI, G.; BRESCIANI, R. Aspectos processuais da ação de reponsabilidade do controlador movida por acionista titular de menos de 5% do capital social (art. 246, § 1º, "b", da Lei 6.404/1976). In: YARSHELL, F.; PEREIRA, G. (coords.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. II.
- CARVALHOSA, M. *Acordo de acionistas – homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011.
- COFFEE, J. *Gatekeepers – the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006.
- _____. Law and the market: the impact of enforcement. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 156, p. 229, 2002.
- _____. The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control. *Yale Law Journal*, v. 111, p. 1, 2001.
- DINAMARCO, C. Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários – questões processuais. In: DINAMARCO, C. *Processo civil empresarial*. São Paulo: Malheiros, 2014.
- DYCK, A.; MORSE, A.; ZINGALES, L. Who blows the whistle on corporate fraud? *Journal of Finance*, v. 65, p. 2.213, 2010.
- _____; ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, p. 537, 2004.
- EIZIRIK, N. et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- FAORO, R. *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. São Paulo: Globo, 2008. 2º v.
- FERNANDES, F. *A integração do negro na sociedade de classes (o legado da raça branca)*. São Paulo: Globo, 2008. v. 1.
- _____. *A revolução burguesa no Brasil: ensaio de interpretação sociológica*. 5. ed. São Paulo: Globo, 2006.
- FERRARINI, G.; GIUDICI, P. Financial scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case. In: ARMOUR, J. et al (coords.). *After Enron: improving corporate law and modernizing securities regulation in Europe and the US*. Oxford: Hart Publishing, 2006.
- FERRIS, S.; PRITCHARD, A. Stock price reactions to securities fraud class actions under the Private Securities Litigation Reform Act. *University of Michigan John M. Olin Center for Law & Economics*. Paper 001-009, 2001. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstracts=288216>>. Acesso em: 29 jun. 2016.
- FUKUYAMA, F. *Political order and political decay – from the industrialization revolution to the globalization of democracy*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2014.
- GELTER, M. Why do shareholder derivative suits remain rare in Continental Europe? *Brooklyn Journal of International Law*, v. 37, p. 844, 2012.
- GIDI, A. Class actions in Brazil – a model for civil law countries. *The American Journal of Comparative Law*, v. 51, p. 311, 2003.

- TAVARES GUERREIRO, J. Sociedade anônima: poder e dominação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 53, p. 72, 1984.
- _____. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 77, p. 50, 1990.
- TELLECHEA, R. *Arbitragem nas sociedades anônimas – direitos individuais e princípio majoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.
- THOMAS, R.; THOMPSON, R. A theory of representative shareholder suits and its application to multijurisdictional litigation. *Northwestern University Law Review*, v. 106, p. 1.751, 2012.
- THOMPSON, R.; THOMAS, R. The new look of shareholder litigation: acquisition-oriented class actions. *Vanderbilt Law Review*, v. 57, p. 133, 2004.
- VENTORUZZO, M. Why shareholders' agreements are not used in U.S. listed corporations: a conundrum in search of an explanation. *Penn State Law Research Paper*, n. 42, 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract/2246005>>. Acesso em: 29 jun. 2016.
- VIANNA, L. Weber e a interpretação do Brasil. In: SOUZA, Jessé (org.). *O malandro e o protestante*. Brasília: Editora UnB, 1999.
- VIGILAR, J. *Tutela jurisdicional coletiva*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- WEBER, M. *Economia e sociedade*. Brasília: Editora UnB, 2000. v. 1.
- World Value Survey*. Disponível em: <<http://tinyurl.com/89sy2hj>>. Acesso em: 29 jun. 2016.
- YAZBEK, O. Introdução. In: CORDONIZ, G.; PATELLA, L. (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- ZACLIS, L. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: RT, 2007.
- ZAVASCKI, T. *Processo coletivo – tutela de direito coletivos e a tutela coletiva de direitos*. 6. ed. São Paulo: RT, 2014.
- ZINGALES, L. *A capitalism for the people – recapturing the lost genius of American prosperity*. New York: Basic Books, 2014.