

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO
ESCOLA DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
FACULDADE DE DIREITO

MONOGRAFIA

SECURITIES LITIGATION: A CLASS ACTION COMO MECANISMO DE
REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO

FELIPE NEVES MONTEIRO

Rio de Janeiro
Dezembro /2018

FELIPE NEVES MONTEIRO

SECURITIES LITIGATION: A CLASS ACTION COMO MECANISMO DE
REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO

Monografia apresentada à Faculdade de Direito da
Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro,
como requisito parcial para obtenção do título de
Bacharel em Direito.

Rio de Janeiro

2018

MONTEIRO, Felipe Neves.

Securities Litigation: A Class Action como mecanismo de regulação do mercado de capitais norte-americano. / MONTEIRO, Felipe Neves. – 2018.

62 f

Projeto de Monografia (graduação em Direito) – Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro, Centro de Ciências Jurídicas e Políticas, Faculdade de Direito.

Bibliografia: f. 60

FELIPE NEVES MONTEIRO

SECURITIES LITIGATION: A CLASS ACTION COMO MECANISMO DE
REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO

Monografia apresentada à Faculdade de Direito da
Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro,
como requisito parcial para obtenção do título de
Bacharel em Direito.

Aprovada em 18 de dezembro de 2018

Banca Examinadora

Prof. Daniel Queiroz
Examinador

Prof. Roberto Trindade
Examinador

Prof. José Gabriel Assis de Almeida
Examinador
Orientador

Rio de Janeiro

2018

AGRADECIMENTOS

À minha mãe e ao meu pai, por todo o aprendizado de vida e por terem me ensinado a correr atrás.

Aos meus irmãos, pelos bons momentos da infância.

“Os Diretores devem solenemente fazer um juramento sobre sua honra e fé de que realizarão a administração de forma adequada e honesta, manterão as contas idôneas e transparentes e não favorecerão os acionistas maiores em detrimento dos menores tanto no aporte de capital para equipamento quanto na distribuição de lucro obtido das cargas que retornarem” (Artigo 28 do Estatuto Social da Companhia das Índias Orientais dos Países Baixos de 20 de março de 1602).

RESUMO

Este trabalho endereça pontos relacionados ao funcionamento da *securities class action* enquanto mecanismo de regulação do mercado de capitais americano. Durante o estudo, serão esclarecidos, primeiramente, pontos relacionados ao procedimento da ação de classe e os critérios de certificação, bem como será explicada a teoria da fraude no mercado. Passada essa etapa, será discutida a eficiência desse mecanismo como instrumento regulatório, a natureza suplementar de sua regulação privada. Serão mostradas evidências a respeito das discussões as quais permeiam o debate sobre a eficiência da *class action*. Ao final, será feita uma rápida comparação com o regime jurídico brasileiro, com posterior conclusão sobre a eficiência e o futuro da ação de classe norte-americana nos litígios do mercado de capitais.

ABSTRACT

This study addresses issues concerning the efficiency of securities class actions as an enforcement tool of American capital market's regulation. At first, matters related to procedural aspects of the class action and class certification will be clarified. The fraud on the market theory will also be explained. After this step, the efficiency of the class action as a regulatory device and its supplemental nature as a tool of private enforcement shall be discussed. Evidence will be presented concerning discussions of the efficiency of the class action. Finally, a quick comparison will be done with Brazilian legal regime, with the conclusion on the efficiency and the future of the American class action in securities litigation.

SUMÁRIO

1- INTRODUÇÃO.....	10
2- <i>CLASS ACTION</i> : DEFINIÇÃO E PROCEDIMENTO.....	14
2.1 Primeiras etapas procedimentais: a escolha do <i>lead plaintiff</i>	18
2.2 Os requisitos para certificação da classe.....	26
2.3 O desafio da predominância: a Regra 10b-5 e a teoria da fraude no mercado.....	29
3- A AÇÃO DE CLASSE COMO MECANISMO EFICIENTE DE REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	39
3.1 A necessidade de regulação privada no mercado de capitais: comparação entre <i>enforcement</i> público e privado.....	40
3.2 A <i>class action</i> enquanto instrumento de compensação pelos danos causados aos investidores.....	43
3.3 As <i>class actions</i> enquanto instrumento de inibição de práticas fraudulentas no mercado de capitais.....	45
4- BREVES COMPARAÇÕES COM O DIREITO BRASILEIRO.....	55
5- CONCLUSÃO.....	58
6- REFERÊNCIAS.....	60

1. INTRODUÇÃO

No noticiário brasileiro recente, houve muita divulgação a respeito da *Class Action* ajuizada em 2014 por investidores minoritários detentores de American Depositary Receipts (“ADRs”) da Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras” ou “Companhia”) que teriam sofrido perdas econômicas entre os anos de 2010 e 2014, período em que houve uma queda brutal no valor de mercado da Companhia.

Com a possibilidade de obter ressarcimento através do instituto, alguns detentores de ações da Petrobras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (“Bovespa”) tentaram integrar o polo ativo da class action juntamente aos detentores de ADRs adquiridas na Bolsa de Nova Iorque (“NYSE”).

Para sua frustração, no entanto, o juízo federal do distrito sul de Nova Iorque ponderou que os adquirentes de ações da Petrobras na Bovespa estariam diretamente vinculados à cláusula compromissória arbitral prevista no Estatuto Social da Companhia e não poderiam, portanto, integrar a *class action* com os adquirentes das ADRs na NYSE¹.

Esse cenário gerou uma situação em que os detentores de ADRs nos EUA firmaram um acordo com a Petrobras no valor de US\$ 2,95 bilhões enquanto os acionistas brasileiros deveriam iniciar procedimentos arbitrais individualmente para obter ressarcimento, sem contar com os benefícios e construções jurisprudenciais típicos de uma *class action* americana². Na prática, os acionistas no Brasil estariam, indiretamente, pagando a indenização para os investidores nos EUA³.

O caso trouxe à tona a impressão de que o investidor brasileiro estaria menos protegido que o investidor americano por não dispor das mesmas ferramentas de

¹ Conforme decisão *In re Petrobras Securities Litigation* 116 F.Supp.3d 368 (2015)

² Em 14.11.2017, a Petrobras divulgou no site da Comissão de Valores Mobiliários que teria sido notificada da adesão de grandes acionistas fundos de pensão em um procedimento de arbitragem coletiva que visa replicar a *class action* nos EUA.

³ Nesse sentido, veja-se a notícia disponível no link: <https://capitalaberto.com.br/sem-categoria/a-tripla-punicao-dos-minoritarios-nacionais-da-petrobras-e-o-remedio-cabivel/#.WxXmVO4vypo>

ressarcimento de danos. Isso suscitou debates internos acerca da pertinência de uma eventual transposição do instituto da *class action* para o ordenamento jurídico nacional⁴.

Em vista desse debate, torna-se pertinente um estudo que se dedique a compreender como, de fato, é feito o procedimento de uma *class action* de *securities* nos EUA, bem como sua eficácia enquanto instrumento de regulação do mercado de capitais.

Nesses termos, esta monografia busca esmiuçar e esclarecer esse debate, de modo tentar demonstrar para o público brasileiro que esse assunto está bem longe de ser unanimidade em sua jurisdição de origem.

A abordagem do presente trabalho objetiva analisar os aspectos processuais e a eficácia regulatória da legislação federal dos Estados Unidos da América (“EUA”) em relação ao procedimento de *class actions* no contexto de litígios surgidos no âmbito do escopo regulatório instituído pelos *Securities and Exchange Act* de 1933 e pelo *Securities and Exchange Act* de 1934.

A análise dos aspectos processuais será preliminar, no sentido de explicar em linhas gerais o funcionamento desse instituto que não possui um paralelo imediato na legislação brasileira. O objetivo é esclarecer o funcionamento da *Class Action* conforme *Rule 23* do *Federal Rules of Civil Procedure* e abordar quais são os típicos instrumentos de defesa das companhias nesse procedimento.

Passada essa contextualização preliminar, o foco do trabalho será o estudo da *class action* como mecanismo de regulação do mercado de capitais, ou seja, como ferramenta de *enforcement* privado.

Isso porque existe um intenso debate nos EUA sobre a eficiência da *class action* de *securities* como instrumento adequado tanto para o devido ressarcimento de acionistas quanto para inibição de ilícitos perpetrados por administradores e diretores de companhias abertas⁵.

⁴ Nesse sentido, veja-se: MARTINS, Rafael. *A Class Action Brasileira: Uma oportunidade perdida*. Revista Capital Aberto. Edição 59. 03.12.2016

⁵ Ver Nagareda, Richard A. Class Certification in the age of aggregate proof. *New York University Law Review*. Vol. 84:97. Abril de 2009.

Existe uma feroz oposição de alguns setores representantes de companhias que sustentam uma limitação cada vez maior da possibilidade de aplicação da *class action* nesse tipo de litígio.

Essa visão foi parcialmente incorporada pelo congresso americano que passou uma importante reforma em 1995 – *Private Securities Litigation Reform Act*. As cortes federais também acompanharam a tendência e tornaram cada vez mais rígidos os requisitos da *Rule 23* para certificação de uma *class action*⁶.

Alguns autores e comentadores, por outro lado, defendem que a *class action* é um importante mecanismo processual para melhor administração de litígios e gestão de riscos pela companhia. De acordo com essa corrente, uma eliminação dos institutos jurídicos que possibilitam a *class action* de *securities* aumentaria os riscos e os custos para as próprias companhias, visto que uma única ação de classe seria substituída por múltiplos processos individuais, mais difíceis de administrar. Além disso, argumenta-se que a ausência da *class action* seria provavelmente substituída por uma atuação mais ostensiva da *Securities and Exchange Commission*⁷ (“SEC”), que seria mais imprevisível que a abordagem atualmente conhecida do chamado *Plaintiff’s bar*⁸.

Vale citar o trecho adiante, que sumariza bem o posicionamento a favor do uso da *Class Action* como ferramenta de *enforcement* privado:

Over the years following [*Daubert v. Merrel Dow Pharmaceuticals*], judicially established heightened class action certification requirements and related matters have become a major impediment to the survival and forward movement of these representative proceedings. This reflects the latest redirection in the almost half-century debate over whether Federal Rule 23 should be employed as a regulatory device that can be used to enforce and promote various public policies or whether it should be interpreted more strictly and employed simply as an updated version of

⁶ Sobre a restrição da *Class Action* não só em *securities litigation* mas de maneira geral: “In the last few years of the twentieth century, the Supreme Court issued opinions making it clear that strict adherence to the requirements of Rule 23 was necessary; it did so first in *Amchem Products, Inc v. Windsor* and then in *Ortiz v. Fibreboard Corp*”. MILLER, Arthur R. Simplified Pleading, meaningful days in court, and trials on the merits: reflections on the deformation of the federal procedure. **NEW YORK UNIVERSITY LAW REVIEW**. Vol. 88:286. Abril de 2013, p. 317.

⁷ Conforme Lane & Powell. *Be Careful What You Wish For, Part II: Would Companies Be Better Off Without the Fraud-on-the-Market Doctrine?* (<https://www.dandodiscourse.com/2017/02/13/be-careful-what-you-wish-for-part-ii-would-companies-be-better-off-without-the-fraud-on-the-market-doctrine/>)

⁸ Expressão normalmente utilizada para se referir ao grupo de advogados que normalmente atua na defesa de interesses de autores nas *class actions*. São escritórios altamente especializados nesse tipo de atuação, adotando um *modus operandi* característico, sendo normalmente remunerados através de um percentual no êxito da demanda. Os advogados de companhias, por outro lado, são designados pela expressão *Defendent’s bar*.

traditional joinder procedure. In many instances, these judicially established class action stop signs effectively oblige plaintiffs to establish certain aspects of their cases pretrial, at least to the extent they involve matters deemed related to the Rule 23 certification prerequisites — a rather uncertain benchmark.

(...)

When private class actions supplement or substitute for official regulation—as often occurs in the antitrust, consumer, and securities fields, for example—the effect can be to overcome the inefficiency and limitations inherent in governmental enforcement. In combination, the private attorney general concept and the class action serve to subsidize the much-needed private enforcement of public policies as well as to provide access and legal services to those whose economics or claim size deny them any possibility of legal recourse⁹.

Em vista dessas posições dicotômicas, o objetivo da monografia será justamente comparar essas duas visões e concluir acerca da eficiência, ou ineficiência, da *Class Action* como mecanismo de regulação no mercado de capitais dos EUA. A discussão é pertinente até mesmo para contribuir com reflexões no regime jurídico do mercado de capitais no Brasil e se, eventualmente, poderia ser proveitoso que esse mecanismo fosse adotado na jurisdição brasileira.

A metodologia do trabalho será dividida em duas partes: (i) exposição do regime processual que consiste na *class action* atinente a *securities* e como ocorre a tramitação desse tipo de processo na jurisdição federal dos EUA e (ii) discussão sobre a eficiência da *class action* como ferramenta de regulação no mercado de capitais americano.

A primeira parte será expositiva e haverá a utilização de doutrina e jurisprudência americanas a fim de se fazer uma contextualização de como se dá o funcionamento de uma *class action* de *securities* típica, explicando como funciona esse mecanismo processual que não encontra paralelo imediato no Brasil.

A segunda parte consistirá na análise de textos doutrinários que abordem posições sobre a eficiência da *class action* como ferramenta de regulação privada. As opiniões e correntes de cada autor serão analisadas a fim de que se possa verificar até que ponto seria eficiente eventualmente transpor esse instituto para a realidade do mercado de capitais brasileiro.

⁹ MILLER, Arthur R. *op. cit.*, p. 314-316.

2. CLASS ACTION: DEFINIÇÃO E PROCEDIMENTO

A *Class action* é uma ação coletiva muito característica da jurisdição norte americana, sendo precursora mundial em se tratando de instrumento hábil a endereçar dissídios em massa¹⁰. Esse instrumento está previsto na legislação federal dos EUA desde que as *Federal Rules of Civil Procedure* foram promulgadas em 1938, sendo previsto na *Rule 23* desse dispositivo legal.

De todo modo, o uso desse mecanismo como se conhece na atualidade custou a tomar forma. A redação original da *Rule 23* não era clara a respeito dos procedimentos da *class action* e encontrava grande resistência e discussão por parte da doutrina e da jurisprudência. A dificuldade em tornar o dispositivo prático, levou à necessidade de reformas¹¹.

Em 1966, a lei foi emendada e seu texto se tornou mais coerente, de modo a racionalizar sua execução e criar um instrumento processual útil para permitir a agregação de danos individuais que, por serem muitas vezes de pequena monta, não seriam levados a juízo através de adjudicação individual.

Para ilustrar a utilidade do instrumento, vale citar um exemplo simples. Imagine-se que uma grande companhia telefônica resolva cobrar de uma ampla gama de clientes um adicional injustificado de R\$ 20,00 no valor da mensalidade do seu serviço. É difícil imaginar que alguém possa acionar todo o aparato do Poder Judiciário, pagando as respectivas custas, apenas para obter uma indenização por esse valor. Por outro lado, a companhia telefônica é beneficiada e possui o incentivo econômico de continuar cobrando o adicional. De modo agregado, a companhia estaria obtendo um benefício relevante de maneira ilícita.

Esse é o exemplo típico de uma situação a justificar uma *class action* consumerista, em que todos os clientes prejudicados formam uma “classe” e adjudicam o pleito de modo

¹⁰ “For many years after Rule 23 was adopted, the United States was not only the center of class action litigation, it was virtually the only jurisdiction that permitted class actions. Nor were large-scale aggregated proceedings common elsewhere” HENSLER, Debora H. The Future of Mass Litigation Under Foreign Legal Systems: Variations and Alternatives to American Class Actions. **George Washington Law Review**, v. 79, n. 2, 2011, p. 306.

¹¹ “Theoretically anachronistic and cumbersome in application, the 1938 rule was badly out of sync with doctrinal currents when efforts at revision began”. MARCUS, David, The History of the Modern Class Action, Part I: Sturm Und Drang, 1953–1980. **Washington University Law Review**, v. 90, n. 3, 2013, p. 601.

coletivo. Nesse caso, o benefício agregado total usufruído pela companhia seria o valor da causa e o objeto da indenização.

Vale lembrar que a *class action* na jurisdição federal dos EUA pode ser ajuizada por qualquer pessoa que tenha sofrido o dano, sem necessidade de intervenção de qualquer órgão público. Por essa razão, é vista como uma forma de regulação privada não só das relações de consumo, como também do mercado de capitais ou mesmo qualquer ramo do direito em que possam ocorrer danos coletivos. Desse modo, mais do que um instrumento litisconsorcial ou de resolução de demandas repetitivas, a *class action* é considerada uma maneira de fazer valer as regulamentações públicas ao servir de mecanismo de coibição de práticas ilícitas.

É possível inferir, portanto, que essas ações de classe possuem uma dupla finalidade: (i) ressarcir os prejuízos causados dos demandantes e (ii) executar políticas públicas estabelecidas em lei. No caso das *securities class actions* os dispositivos legais envolvidos serão, na esmagadora maioria das vezes, o *Securities Act* de 1933, o *Securities and Exchange Act* de 1934 e as regras editadas pela *Securities and Exchange Commission* (“SEC”)¹² – que constituem a pedra fundamental da regulamentação do mercado de capitais norte-americano:

Not only do class actions serve the convenience of the parties to promote efficient judicial administration, private actions promote our market’s integrity by supplementing otherwise deficient [SEC] enforcement. Private securities class actions also compensate harmed investors¹³.

Uma vez ajuizada, a ação deve ser reconhecida pelo juízo para que, de fato, possa ser considerada uma *class action*. Essa é uma etapa conhecida como “certificação”, na qual o juízo de primeira instância fará uma análise para verificar se a demanda obedece aos critérios da *Rule 23*. Deve-se afirmar que até que seja deferida a certificação, não se pode falar em uma ação de classe propriamente dita, usando-se a expressão “ação de classe putativa” em seu lugar¹⁴.

¹² Dessas regras, a mais comumente invocada é a *Rule 10b-5*, a qual estipula a possibilidade de se ajuizar uma ação para receber indenização por danos causados por ato ou omissão que resulte em fraude relativa à compra e venda de valores mobiliários.

¹³ KAUFMAN, Michael J; WUNDERLICH, John M. The Unjustified Judicial Creation of Class Certification Merits Trials in Securities. **University of Michigan Journal of Law Reform**. v. 43, n. 2, 2010, p. 376.

¹⁴ De maneira mais exata, ninguém ajuíza uma *class action*. Ajuíza-se, na verdade, uma *motion to certify* (moção de certificação).

O deferimento ou não da certificação é uma etapa decisiva do processo e basicamente determinará se a ação prosseguirá de modo coletivo ou individualmente – o que pode, em grande parte, configurar uma restrição de acesso à justiça se o pleito individual for de pequena monta, como no exemplo mencionado. Justamente por isso, essa fase demanda uma análise ostensiva e cuidadosa do juiz, além de ser objeto de grande litigância entre as partes.

Deferida a certificação, a ação de classe deixa de ser putativa e o polo ativo da ação torna-se estabilizado¹⁵. A próxima etapa é a produção de provas – conhecida como *Discovery* no ordenamento norte-americano¹⁶. Trata-se de um método de coleta extrajudicial de evidências que objetiva, entre outras coisas, que as partes tenham ciência do conteúdo probatório que será apresentado durante o julgamento.

A última etapa é o julgamento da causa pelo júri, que irá decidir sobre todas as controvérsias relativas a aspectos fáticos do caso. O julgamento civil pelo júri pode causar estranheza para quem atua no direito brasileiro, visto que em nossa jurisdição o Tribunal do Júri possui competência apenas criminal, mais especificamente em crimes dolosos contra a vida. De todo modo, o julgamento por júri nos EUA é um direito constitucional aplicável em praticamente todos os casos, tanto de natureza criminal, quanto de cível.

Deve-se adiantar, no entanto, que a maior parte das *class actions* certificadas acabam em acordo entre as partes, sem que o processo chegue à etapa de *Discovery* ou, menos ainda, ao julgamento pelo júri. A maior parte dos litigantes tem aversão aos custos relacionados à produção de provas e prefere a certeza do acordo no lugar de arriscar um veredicto desfavorável que poderia resultar em perdas difíceis de prever. Dessa forma, apenas uma raridade de casos segue o processo até o final.

Essa alta incidência de acordo é objeto de grande debate acadêmico, com consequências importantes tanto nas cortes de justiça quanto na própria atividade legislativa do Congresso. A discussão é ainda mais intensa em se tratando de ações de classe em litígios no mercado de capitais.

¹⁵ Isso não significa que o polo ativo esteja necessariamente imutável. Qualquer um que prefira não fazer parte da *class action* pode peticionar pleiteando sua desvinculação da *class action*. Nesse caso, o indivíduo não será vinculado ao resultado da ação de classe e poderá ajuizar sua demanda de modo individual.

¹⁶ Após a certificação, o procedimento da *class action* não difere muito do de um litígio “comum” no sistema de processo civil federal dos EUA. Tanto o *Discovery* quanto julgamento pelo júri são etapas que fazem parte do devido processo legal na maioria dos litígios da jurisdição norte-americana.

Alguns juristas sustentam que grande parte das *class actions* são ajuizadas única e exclusivamente com o propósito de obter acordos. A produção de provas e o risco de um veredicto adverso no júri seriam tão caros e desvantajosos, que haveria uma enorme pressão para que os réus fizessem um acordo, mesmo quando o litígio fosse supérfluo ou não meritório¹⁷.

De acordo com esse pensamento, existe nas *class actions* um incentivo econômico para que os advogados especializados na defesa de interesses de autores, ajuizassem demandas por qualquer motivo, meritório ou não, apenas para obter uma fatia generosa da remuneração estabelecida no acordo.

Esse tipo de litigância agressiva ganhou o nome de *strike suit* na prática forense americana e, de acordo com alguns autores, define-se nos termos abaixo:

Such nonmeritorious securities fraud claims are often labeled strike suits. Strike suits occur when a plaintiff's attorney initiates an action without reasonable grounds to believe it has merit or, having initiated an action reasonably believing it was meritorious, maintains the action even after discovery makes clear the action lacks merit¹⁸.

No campo do mercado de capitais, a preocupação com esse tipo de conduta do chamado *plaintiff's bar* influenciou reformas legislativas e jurisprudenciais no sentido de restringi-las.

Essas alterações, em geral, tornaram mais difícil e rigoroso o procedimento para certificação das ações de classe. Como se verá em detalhes mais adiante, críticos desse

¹⁷ “Rather than face this prospect (even if low risk), directors and officers will often settle, relying on the directors and officers (D&O) liability insurers to pay most (if not all) of the settlement award”. CHOI, Stephen J. **The Evidence on Securities Class Actions**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=528145>. Acesso em 15/10/2018. No mesmo sentido, “differential indemnification rights, insurance policy exclusions, and plaintiffs’ counsel as the real party-in-interest create powerful incentives for settlement” ROMANO, Roberta. The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, V. 7, n 1, 1 de Março de 1991, p. 55–87. Em sentido diverso: “The supposed threat that class certification and post-certification discovery costs will produce *in terrorem* settlements is unfounded and illogical”. KAUFMAN, Michael J; WUNDERLICH, John M., *op. cit.* p. 323.

¹⁸ KOU, Julia C. Closing the loophole in the private securities litigation reform act of 1995. **New York University Law Review**. Vol. 73:253, abril de 1998. p. 254.

sistema argumentam que o atual rigor na admissibilidade não só está impedindo o ajuizamento de ações frívolas, como também de ações meritórias.

Por fim, deve-se mencionar que o objeto dessa monografia são as *class actions* na jurisdição federal norte-americana. De todo modo, é importante saber que também existem ações de classe reguladas no âmbito estadual, com cada estado da federação legislando sobre esse tipo de instrumento processual à sua maneira.

No caso de litígios relacionados à fraude na negociação de valores mobiliários, no entanto, a jurisdição mais comumente suscitada é a federal. Isso porque os autores normalmente invocam os dispositivos federais já mencionados para pleitear sua ação, aplicando-se a respectiva legislação processual.

Além disso, a atual legislação passada pelo Congresso americano tornou maior a competência federal para ações de classe, justamente como uma das formas de combater o ajuizamento de *class actions* em duas jurisdições diferentes, muitas vezes versando sobre os mesmos fatos, como ferramenta estratégica para buscar um acordo¹⁹.

Feitas essas considerações gerais, passemos aos detalhes da etapa de certificação da *class action*.

2.1 Primeiras etapas procedimentais: a escolha do *lead plaintiff*.

Como já dito, as preocupações decorrentes com as chamadas *strike suits* tiveram um profundo impacto na percepção das *class actions* pelo público americano. Dessa forma, o mundo corporativo dos EUA se articulou em um intenso *lobby* com o legislativo a fim de

¹⁹“If plaintiffs can obtain the same or better recovery in state court, and if their bargaining position in settlement negotiations is unaffected by their choice of forum, plaintiffs may choose to file their claims in state court (...) [a]t worst, the new procedural disparities now existing in federal and state courts may actually cause a net increase in the number of strike suits by funneling securities fraud lawsuits into state courts. In particular, the plaintiffs' bar may find it more advantageous to file securities fraud suits in state courts (...). Currently, lawsuits that include claims for violations of the provisions of the 1934 Act, such as 10b-5 violations, must be brought in U.S. district courts, which have exclusive jurisdiction over such claims. Lawsuits for violations of the 1933 Act, on the other hand, may be brought in either federal or state courts, which have concurrent jurisdiction. Claims under state law may be filed in state court or appended to federal claims in federal court under supplemental jurisdiction”. KOU, Julia C. *op. cit.* p. 274.

passar uma reforma que limitasse a possibilidade desse tipo de ação em litígios relacionados ao mercado de capitais²⁰.

Isso resultou na promulgação do *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 (“PSLRA”), cujo principal objetivo era deter a atuação agressiva de advogados especializados na defesa de supostas vítimas de fraudes no mercado de capitais.

A lei chegou a ser vetada pelo então presidente William (“Bill”) Clinton²¹, mas seu veto foi revertido pelo Congresso²². Isso expõe a elevada controvérsia envolvendo a reforma, visto que alguns a enxergavam como um ataque a um mecanismo eficiente de reparação de danos a fim de proteger interesses de grandes corporações.

Para melhor percepção do que influenciou o legislador à época, vale citar o trecho da declaração bem característica do senador Robert Bennet, quando da votação da reversão do veto presidencial ao PSLRA:

There is a lawyer in New York who watches [the Company], and whenever the compensation of the directors goes up for whatever reason, he automatically files a lawsuit... [Legal counsel told the director:] “[T]his lawyer knows he will never win his suit. He knows we will never spend the money to take him to court. It would cost us about \$500,000 to prosecute this suit and take him to court and win and its cheaper for us to send a \$100,000 check to settle this... [Director], you can be as outraged as you want to be, but our alternative is to prosecute this lawsuit, take him to court, beat him in court, see a \$500,000 legal bill run up in the process.” ... [Later, this]

²⁰ “One must therefore expect repeat class action defendants-product manufacturers, financial institutions, insurance companies, directors and officers, etc.-to oppose the use of litigation classes and to enlist the help of tort reform groups and politicians when seeking to defeat them, just as one must expect repeat players on the side of claimants to exert countervailing pressure. The class action will always be a political football”. SILVER, Charles. “We are scared to death”: Class certification and blackmail. *New York University Law Review*. Vol. 78:1357, Outubro de 2003. p. 1429.

²¹ Em sua mensagem de veto, o presidente Clinton informou que compartilhava dos legisladores o objetivo de garantir que os investidores estivessem bem informados ao mesmo tempo em que as companhias não enfrentassem um elevado grau de risco em litígios frívolos. No entanto, pontou: “I am not however, willing to sign legislation that will have the effect of closing the courthouse door on investors who have legitimate claims. Those who are the victims of fraud should have recourse in our courts. Unfortunately, changes made in this bill during conference could well prevent that”. (Disponível em: <https://www.congress.gov/congressional-record/1995/12/21/senate-section/article/S19034-1>)

²² É bom lembrar que uma reversão de veto presidencial nos EUA é bem incomum, visto que é necessária maioria qualificada de dois terços para tanto (Constituição dos EUA, Artigo 1º, Seção 7, parte final). Em um país caracterizado pelo bipartidarismo político, conseguir maioria qualificada para votação é um desafio ainda maior do que no Brasil, por exemplo.

lawyer decided to expand his practice and he started suing other companies One of the companies., looked at this and decided the time has come to put an end to it and... we can take this man to court and ruin him in his legal costs, trying to defend himself. So the system that had worked for the lawyer in one circumstance then turned against him.... [T]hey ultimately did put a stop to it because when he was faced with actually proving his position in a court of law and running up the costs connected with that kind of litigation, the lawyer was finally forced to back down²³.

Dessa forma, os legisladores aprovaram o PSLRA com o objetivo precípua de reduzir as *strike suits*. Para isso, criaram uma série de novas regulamentações tanto processuais que tornaram a *securities class action* peculiar quando comparada a ações de classe envolvendo outros ramos do Direito.

Uma das grandes alterações foi a introdução da figura do *lead plaintiff* – autor líder da ação de classe putativa a ser, ou não, certificada. Esse autor líder é o responsável pela escolha do procurador que irá representar toda a classe durante o processo. O objetivo do legislador em instituir essa figura foi delegar a responsabilidade pela condução do procedimento, preferencialmente, a um investidor institucional.

Esse tipo de investidor teria maior capacidade de controlar os advogados da classe, impedindo condutas irresponsáveis e fiscalizaria melhor o percentual de honorários a serem fixados no momento do acordo. Dessa forma, o investidor institucional, geralmente fundos de investimento ou de previdência complementar, seriam menos maleáveis do que o investidor pessoa física, teoricamente utilizado como massa de manobra para o ajuizamento das chamadas *strike suits*.

É importante esclarecer que o *lead plaintiff* é indicado pelo juízo dentre todos os autores membros da classe a ser certificada. Para orientar a escolha do julgador, o PSLRA estabelece o conceito de *most adequate plaintiff* – autor mais adequado. Os parâmetros para medir a adequação do autor que deseja ser o líder da classe também são estabelecidos pela lei e tendem a favorecer, justamente, a escolha por um investidor institucional²⁴.

²³ (Disponível em: <https://www.congress.gov/congressional-record/1995/12/21/senate-section/article/S19034-1>).

²⁴ Ver Id. § 101(a), 109 Stat. em 739 (codificado em 15 U.S.C. § 77z-1(a)(3)(B)(i) (1997)); id. § 101(b), 109 Stat. em 744 (codificado em 15 U.S.C.A. § 78u-4(a)(3)(B)(i) (1997)).

Os critérios considerados são (i) o tamanho do interesse financeiro do investidor na demanda e (ii) o autor deve satisfazer os requisitos da *Rule 23* de tipicidade e representação²⁵.

Sobre o primeiro ponto, o PSLRA não estabelece como a corte deve identificar o autor com maior interesse financeiro na causa. De todo modo, o precedente *Lax v. First Merchants Acceptance Corp.*²⁶ sugere que os fatores determinantes são: (i) o número de ações compradas; (ii) total financeiro resultante das operações com a ação; (iii) montante financeiro despendido pelo autor durante o “período da classe” e (iv) perda aproximada sofrida pelo autor.

Assim, o investidor terá sofrido uma maior perda caso tenha comprado e vendido suas ações com deságio dentro do chamado “período da classe”. Esta expressão é definida como o “período de tempo em que o mercado foi supostamente prejudicado pela má prestação de informação relevante”²⁷. Em geral, nas *securities class actions* esse período é de menos de um ano²⁸ e seu fim ocorre após a divulgação pela companhia da informação material corrigida, com as consequências de precificação posteriores no mercado.

Sobre os requisitos da *Rule 23*, o juiz deverá analisar primeiro a tipicidade, isto é, se a causa trazida pelo autor é uma ação com uma demanda típica de sua classe. Trata-se de definir se a sua demanda é comum aos demais participantes da *class action* ou se possui elementos individuais que a tornariam suficientemente distinta dos interesses da classe e, portanto, atípica.

Caso o juiz determine que a demanda do autor é típica de sua classe, deverá seguir para o critério de adequação. Nesses termos, como já dito, a própria lei já orienta no sentido de estabelecer parâmetros que vão determinar o autor mais adequado para representar sua classe.

²⁵ Do inglês “typicality” e “adequacy”. Como se verá adiante, esses requisitos são considerados tanto para a escolha do *lead plaintiff* quanto para a certificação da ação de classe propriamente dita.

²⁶ Civ. No. 97-C-2715, 1997 WL 461036, (N.D. III. 11 de Agosto de 1997).

²⁷ Traduzido de “the action is essentially brought on behalf of shareholders (and former shareholders) who purchased the stock during the “class period” (i.e., the time period during which the market was allegedly affected by material misinformation). Typically, this class period will end on the date that corrective disclosure is made (and the market price of the stock declines in response)”COFFEE, John C. Reforming the Securities Class Action: An Essay On Deterrence and Its Implementation. **Columbia Law Review**, vol. 106, n. 5, outubro de 2006, p. 32.

²⁸ Um estudos indicam que a duração media desse período em litígios no mercado de capitais é de 257 dias ver em CARLETON, William T. et al., Securities Class Action Lawsuits: A Descriptive Study. **Arizona Law Review**, v. 38, 1996 p. 491- 497.

Na etapa de analisar a adequação o juiz também considerará a existência, ou não, de relação de conflito de interesses entre o autor que pleiteia a posição de *lead plaintiff* e os seus advogados²⁹. O autor líder deve demonstrar independência em relação aos seus procuradores, justamente para evitar a ocorrência das *strike suits*. Na maioria das vezes, o juiz irá optar por um investidor institucional - conforme a intenção original do legislador ao promulgar o PSLRA³⁰.

Após entender as razões pelas quais houve uma reforma procedimental das *class actions* e o motivo da instituição da figura do *lead plaintiff*, deve-se analisar as primeiras etapas de um processo pleiteando a certificação de uma ação de classe.

O começo de todo o procedimento se inicia com um pedido de certificação da classe afetada por determinada fraude no mercado. O autor apresentará sua petição inicial, contendo sua demanda, descrevendo sua classe e estabelecendo o respectivo período da classe. Após o protocolo de seu pedido, deverá ser enviada uma intimação a todos os possíveis membros da classe em até 20 dias. Essa intimação pode ser por meio eletrônico ou jornais de grande circulação, visto que a via postal seria extremamente cara, dependendo do tamanho da classe³¹.

Dentro de 90 dias dessa intimação, o juiz deverá apreciar todas as moções protocoladas pelos intimados com o pedido de servir como *lead plaintiff* da ação. Veja-se que não necessariamente o autor da inicial será escolhido como *lead plaintiff*, já que as regras para a escolha do líder não envolvem necessariamente um critério de antiguidade na classe, como já visto.

²⁹ “Lead plaintiffs must disavow having purchased the securities at the direction of plaintiff’s counsel to participate in the class action. 15 U.S.C. § 78u-4(a) (2). Additionally, no person can be a lead plaintiff in more than five securities class actions during any three-year period without the express permission of the court. 15 U.S.C. § 77z-1 (a) (3) (B) (vi) (2006) (‘Except as the court may otherwise permit, consistent with the purposes of this section, a person may be a lead plaintiff, or an officer, director, or fiduciary of a lead plaintiff, in no more than 5 securities class actions brought as plaintiff class actions pursuant to the Federal Rules of Civil Procedure during any 3-year period.’) KAUFMAN, Michael J; WUNDERLICH, John M., *op. cit.* p. 349.

³⁰ “Experience with this provision has shown that the lead plaintiff will typically be a large public pension fund (which must by law diversify) or at least another financial institution that is likely to be a diversified investor”. COFFEE, John C. *op. cit.* p. 36.

³¹ A esse respeito, uma *class action* pode variar bastante em termos de tamanho. Podem existir ações de classe variando de algumas dezenas de indivíduos para, até mesmo, milhões de pessoas.

Após a escolha do autor líder pelo juízo, caberá a ele a escolha do *class counsel* – o procurador que representará a classe durante o processo. Nesta fase, a depender da situação, pode ser que alguns autores insatisfeitos com a escolha do autor líder e seu respectivo procurador decidam sair da classe.

Essa é uma questão importante, pois se traduz em uma característica interessante das *class actions*. Por óbvio, é permitido que os membros da classe putativa se desvinculem desse procedimento. Essa escolha por vezes pode ser adotada em razão de o autor entender que possui uma melhor chance de êxito se perseguir o litígio individualmente, por exemplo.

A desvinculação, chamada de *opt out*, deve ser feita através de uma petição ao juízo. Isso significa que caso o autor permaneça inerte durante todo o procedimento, o fim do processo terá força de coisa julgada contra ele. Desse modo, o silêncio significa concordância tácita com a vinculação à ação de classe.

Essa petição de *opt out* pode ser apresentada em qualquer momento do processo até o julgamento, ou mais comumente, até a homologação de acordo entre a *class action* e o réu. Dessa forma, é possível que autores insatisfeitos com os termos da transação processual peticionem requerendo sua desvinculação da *class action*.

Caso isso ocorra, tem-se uma situação peculiar. Como uma desistência em massa pode ameaçar o acordo³², os representantes da classe e do réu se “unem” para defender os termos da transação e a consequente vinculação de todos.

Outro fator interessante envolvendo a vinculação diz respeito à estratégia de determinados litigantes. Alguns advogados insatisfeitos com o fato de não serem apontados como procuradores da classe podem influenciar seus clientes a se desvincularem da ação a fim de ajuizarem uma *class action* própria em jurisdição estadual:

In the past [before PSLRA], class action plaintiff’s attorneys competed to be named class counsel. Today [after PSLRA], however, the choice of class counsel is only the first round in their competition.

³² A maioria desses acordos contém provisões que cancelam seus termos caso haja uma desistência equivalente a determinado percentual de membros da classe. No acordo celebrado no âmbito da *class action* contra a Petrobras, por exemplo, esse percentual era de 20%.

The unsuccessful competitor may then seek to induce institutional investors in the class to “opt out” and sue with this firm as their counsel in state court. William Lerach, probably the best known plaintiff’s attorney in the securities field, has recently utilized this strategy, inducing a large number of funds to opt out of both the WorldCom settlement and the more recent AOL Time Warner Settlement³³.

As jurisdições estaduais, em geral, são processualmente menos rigorosas do que a jurisdição federal, sendo mais fácil ajuizar ações de classe e obter certificação. Vale lembrar que os estados também possuem regulamentações societárias, conhecidas como *blue sky laws*. Essas leis normalmente são mais benéficas aos autores por estipularem uma maior possibilidade de responsabilização de réus por fraudes no mercado de capitais:

If plaintiffs can obtain the same or better recovery in state court, and if their bargaining position in settlement negotiations is unaffected by their choice of forum, plaintiffs may choose to file their claims in state court to avoid the Reform Act's procedural obstacles. At worst, the new procedural disparities now existing in federal and state courts may actually cause a net increase in the number of strike suits by funneling securities fraud lawsuits into state courts.

In particular, the plaintiffs' bar may find it more advantageous to file securities fraud suits in state courts to avoid being replaced by the "most adequate plaintiff." Currently, lawsuits that include claims for violations of the provisions of the 1934 Act, such as 10b-5 violations, must be brought in U.S. district courts, which have exclusive jurisdiction over such claims. Lawsuits for violations of the 1933 Act, on the other hand, may be brought in either federal or state courts, which have concurrent jurisdiction. Claims under state law may be filed in state court or appended to federal claims in federal court under supplemental jurisdiction.

(...)

³³ COFFEE, John C. *op. cit.* p. 11.

Unlike the stringent scienter standard laid down for SEC actions, blue sky laws require only a negligence standard of liability. To avoid liability, the defendant must demonstrate not only that it did not know of the material misrepresentation or omission, but also that it could not have known of the misrepresentation or omission by exercise of reasonable care. Furthermore, there is an explicit provision for attorney's fees; an opportunity for plaintiffs to receive punitive damages; and a longer statute of limitations³⁴.

É dizer que o parâmetro mais rigoroso estabelecido pelo PSLRA na jurisdição federal na verdade criou um incentivo para que autores assistidos por procuradores mais agressivos se desvinculassem da *class action* federal e ajuizassem novas ações de classe em âmbito estadual. A situação seria, portanto, ainda pior para o réu, que teria de lidar com múltiplas *class actions* em vez de apenas uma. Isso consequentemente importaria em maiores custos de litigância para as companhias.

Em outras palavras, o PSLRA teria favorecido uma multiplicação de litígios no lugar de sua desejada diminuição. Esse desvio no sistema processual norte-americano encontrou respostas em dois momentos diferentes. A primeira foi ainda em 1998, com a edição do *Securities Litigation Uniform Standards Act* (“SLUSA”) e a segunda foi em 2005, ano em que foi aprovado o *Class Action Fairness Act* (“CAFA”). Ambos dispositivos federalizaram grande parte das *class actions* que antes eram trazidas em âmbito estadual, diminuindo a possibilidade de escolha de foro pelos litigantes³⁵³⁶.

Analisadas essas primeiras etapas relacionadas com a notificação dos membros da classe, com a escolha do autor líder e com a possível saída de integrantes, percebe-se que as restrições alçadas nessa fase derivam da própria lei, após o legislador se sensibilizar com os

³⁴ KOU, Julia C. *op. cit.* p. 274-276

³⁵ “To prevent the evasion of the Reform Act, Congress enacted SLUSA, which expressly preempts many class actions based on misrepresentations or omissions made in connection the purchase or sale of a nationally-traded security”. O’HARE, Jennifer. **Preemption under the securities litigation uniform standards act: If it looks like a securities fraud claim and acts like a securities fraud claim, is it a securities fraud claim?**. Villanova University School of Law Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2004-19. Outubro de 2004. p. 23

³⁶ “Compounding these judicial restraints is Congress’s acquiescence to institutional lobbying by providers of goods and services, leading to the federalization of virtually all substantial class and mass actions by enacting the Class Action Fairness Act of 2005 (CAFA). That statute burdens the federal courts with an increased number of these cases. It also eliminates state courts as alternative fora and sources for the development of other potentially innovative class action procedures (as well as possibly more welcoming judicial attitudes in some state courts, which clearly was an objective of the legislation’s proponents)” MILLER, Arthur R. *op. cit.* p. 320

possíveis prejuízos trazidos ao mercado pelas *stike suits*. Diferentemente ocorre com a etapa da certificação propriamente dita, cujas restrições são muito mais fruto de construção jurisprudencial do que de imposição legal – conforme se verá a seguir.

2.2 Os requisitos para certificação da classe.

Como a esmagadora maioria das *class actions* termina em acordo, a etapa da certificação da classe é decisiva para os litigantes. É nesta fase que fica definida se a ação prosseguirá como uma ação de classe, indo para a custosa fase de *discovery* ou se ela será inadmitida, devendo os autores perseguir sua reparação individualmente – traduzindo-se em uma barreira de acesso ao Judiciário em casos nos quais o dano for muito pequeno.

Os requisitos de certificação da *class action* estão expostos na Regra 23 (a) e (b). A Regra 23 (a) possui quatro elementos: numerosidade, ordinariedade, tipicidade e adequação³⁷. Tanto a tipicidade quanto a adequação já foram explicadas quando da fase de escolha do *lead plaintiff*. O princípio é o mesmo: os membros da classe devem possuir uma demanda típica do litígio geral da classe e os autores atuantes devem representar adequadamente os membros da classe que estiverem ausentes³⁸.

Em relação à numerosidade, também não há maior mistério. A classe a ser certificada deve conter um número suficiente de pessoas que justifique um procedimento de *class action*, sendo ineficientes os demais instrumentos de adjudicação coletiva. A numerosidade é presumida quando o número de membros excede 40 pessoas, conforme precedente *Lapin v. Goldman Sachs & Co*³⁹:

³⁷ Do inglês: *numerosity, commonality, typicality and adequacy*.

³⁸ “*Gene & Gene LLC v. BioPay LLC*, 541 F.3d 318, 325 (5th Cir. 2008) (assuming Rule 23(a) is met). In addition, the typicality prong is met if the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims and defenses of the class. Typicality does not require that the claims be identical. *Lapin*, 254 F.R.D. at 175. Last, Rule 23(a) also requires that the representative parties fairly and adequately protect the interests of the class. *In re Micron Techs.*, 247 F.R.D. at 632. Absent class members must be afforded adequate representation for judgment to be binding. *Id.* Adequacy requires an inquiry into whether: (1) the plaintiff’s interests are aligned with the interests of the class member and (2) the plaintiff’s attorneys are qualified and able to handle the litigation. *Lapin*, 254 F.R.D. at 176. Generally, the purpose of this two-pronged inquiry is to discover conflicts of interest. *Id.*; see also *In re DVI Sec. Litig.*, 249 F.R.D. 196, 205 (E.D. Pa. 2008)”. Michael J; WUNDERLICH, John M., *op. cit.* p. 325.

³⁹ 254 F.D.R. 168, 175 (S.D.N.Y. 2008)

Numerosity is generally presumed when the proposed class would have at least 40 members. (...) Moreover, “in security fraud class actions relating to publicly owned and nationally listed corporations, the numerosity requirement may be satisfied by a showing that a large number of shares were outstanding and traded during the relevant period” *In re Vivendi Universal, S.A.*, 242 F.R.D. at 84.

Por fim, a *ordinariedade* refere-se à necessidade de os membros da classe possuírem questões comuns de fato e de direito:

[Commonality requirement means that class members claims] must depend upon a common contention that it is capable of classwide resolution—which means that determination of its truth or falsity will resolve an issue that is central to the validity of each one of the claims in one stroke⁴⁰.

Esses quatro requisitos da Regra 23 (a) não são considerados problemáticos para obtenção da certificação em ações de classe envolvendo *securities*. A própria natureza do mercado de capitais e suas negociações padronizadas na bolsa de valores facilita que ao dano sofrido por investidores possua um elevado grau de semelhança. Como existe um grande número de pessoas negociando diariamente em ambiente bursátil, o critério da numerosidade também é facilmente preenchido.

Após a análise dos requisitos da Regra 23 (a), a ação de classe putativa ainda deve obedecer a uma das hipóteses da Regra 23 (b), que se subdivide em três possibilidades alternativas. Na Regra 23 (b) (1) deverá haver um risco de adjudicação inconsistente para o réu em caso de o litígio prosseguir em demandas separadas. A Regra 23 (b) (2) aplica-se quando os autores estiverem pleiteando alguma injunção por parte do réu. Já a Regra 23 (b) (3) estabelece que a classe será mantida quando as questões de fato e de direito dos membros da classe forem predominantes em relação às questões que afetem apenas os membros individualmente. Também é necessário demonstrar que o instrumento da ação de classe é

⁴⁰ Em *Walmart Stores, Inc v. Dukes* (131 S. Ct. 2541, 2547 (2011))

superior e mais vantajoso do que perseguir o litígio de outra forma. Em geral, as *securities class actions* são mantidas conforme esse último desdobramento da Regra 23.

Esses dois critérios da Regra 23 (b) (3) são conhecidos como predominância e superioridade. O critério da predominância é similar à *ordinariedade*: As questões de fato e de direito dos membros da classe deve predominar sobre peculiaridades individuais. Ou seja, para estabelecer predominância é necessário que o juiz identifique os pontos determinantes da ação, verifique se esses pontos predominam e depois avalie se esses pontos são comuns a toda a classe.

A superioridade não é um parâmetro desafiador de ser demonstrado em se tratando de litígios em mercado de capitais. A esse respeito, veja-se a declaração do juiz da corte federal do distrito sul de Nova York no caso *Merril Lynch Tyco Research Sec. Litig*⁴¹:

In general, securities suits easily satisfy the superiority requirement of Rule 23. Most violations of the federal securities laws inflict economic injury on large numbers of geographically dispersed persons such that the cost of pursuing individual litigation to seek recovery is often not feasible. Multiple lawsuits would be costly and inefficient, and the exclusion of class members who cannot afford separate representation would neither be “fair” nor an adjudication of their claims. Moreover, although a large number of individuals may have been injured, no one person may have been damaged to a degree which would induce him to institute litigation solely on his own behalf.

Isso exposto, o maior desafio para a certificação da *class action* será estabelecer a predominância. Isso porque os litígios relacionados a *securities*, na esmagadora maioria das vezes, baseiam-se na Regra 10b-5 expedida pela SEC. Essa norma estabelece que para haver reparação do dano, o autor deve demonstrar a existência denexo causal e de confiança do investidor na informação falsa prestada pela companhia. O ponto chave para a certificação da *securities class action* é que o autor demonstre que o nexo causal e a confiança são elementos

⁴¹ 249 F.R.D 124, 132 (S.D.N.Y. 2008)

comuns e predominantes nos membros da classe. Nesses termos é que se torna útil a teoria da fraude no mercado, explicada a seguir.

2.3 O desafio da predominância: a Regra 10b-5 e a teoria da fraude no mercado.

Uma das principais linhas de defesa do réu é alegar a ausência de preponderância dos fatores denexo causal e de confiança em relação aos membros da classe⁴². Na outra ponta, o desafio do autor é demonstrar que o nexo de causalidade se aplica a todos os membros da classe, bem como todos os autores igualmente acreditaram na má informação prestada pelos réus, sendo essa a razão de terem comprado ou vendido valores mobiliários com prejuízo.

A Regra 10b-5, que prevê indenização de investidores por fraudes no mercado, não só demanda o preenchimento desses requisitos, como também exige elementos adicionais. Para acionar esse dispositivo, o autor deve alegar e provar seis elementos: (i) que o réu incorreu em ato ou omissão resultante em fraude informacional no mercado de capitais; (2) que o réu agiu com dolo ou um estado delitivo de consciência⁴³; (3) que a fraude informacional foi feita em conexão com a compra ou venda de valores mobiliários; (4) que o autor confiou na informação fraudada; (5) que essa confiança provocou prejuízo no autor e (6) que a fraude informacional de fato causou o prejuízo.

Como é possível observar, esses requisitos são essencialmente relacionados ao mérito da demanda e, em tese, nada tem a ver com as questões procedimentais da ação. No caso das *securities class actions*, no entanto, essa questão pode ficar um pouco mais cinzenta. Nas ações de classe movidas por alegações de fraudes no mercado, o autor deve obedecer a todos

⁴² “Usually the key to defeating class certification is to show that individual issues of loss causation or reliance predominate. Loss causation refers to the direct causal link between the misstatement and the economic loss, and is an essential element of Rule 10b-5 liability.

⁴³ Em inglês, chamado de *scienter*. Sua conceituação foi delineada no precedente *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 US, 185, 196 (1976): “Scienter is a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud”. Ainda: “Currently, there are three different ways to establish scienter: (1) plaintiffs can state a claim by pleading either (a) motive and opportunity or (b) strong circumstantial evidence of recklessness or conscious misbehavior, *Novak v. Kasaks*, 216 F.3d 300, 309-10 (2d Cir. 2000); (2) plaintiffs can state a claim by pleading facts showing (a) simple recklessness or (b) a motive to commit fraud and opportunity, *In re Silicon Graphics, Inc. Sec. Litig.*, 183 F.3d 970, 974 (9th Cir. 1999); and (3) plaintiffs can state a claim by pleading enough facts that establish altogether a strong inference of scienter, *see, e.g., Ottomann v. Hangar Orthopedic Group, Inc.*, 353 F.3d 338, 345 (4th Cir. 2003); *Helwig v. Vencor, Inc.*, 251 F.3d 540, 550-52 (6th Cir. 2000). Scienter also must be established with a “strong inference.” 15 U.S.C. § 78u-4(b)(2) (2006). The Supreme Court recently clarified that this strong inference requirement mandates a holistic assessment whereby courts weigh both culpable and nonculpable inferences on a Rule 12(b)(6) motion. *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308, 322-24 (2007)”. KAUFMAN, Michael J; WUNDERLICH, John M., *op. cit.* p. 349.

os requisitos definidos pela Regra 23 cumulativamente com as exigências da Regra 10b-5 da SEC.

Embora essa cumulação não impacte nos demais critérios da Regra 23, ela importará para a satisfação do quesito predominância estabelecido na Regra 23 (b) (3). O autor não só é encarregado de fazer todas as alegações exigidas pela Regra 10b-5, como também deve demonstrar que essas alegações predominam em todos os membros da classe a fim de obter a certificação.

A comprovação que seria mais inglória é sustentar que o mesmo nexo de causalidade e o mesmo grau de confiança nas informações prestadas é semelhante para todos os membros da classe. A rigor, isso exigiria que todos os autores apresentassem o mesmo estado mental no momento da fraude a fim de que pudessem integrar uma mesma classe. Em outras palavras, todos os membros teriam de ter acreditado nas informações fraudulentas prestadas pelo réu pelo mesmo motivo. É evidente que provar o estado de consciência de indivíduos é algo extremamente penoso.

É nesse contexto que se aplica a chamada Teoria da Fraude no Mercado⁴⁴. Essa teoria é uma construção jurisprudencial que consiste em uma série de presunções as quais possibilitam que os autores consigam estabelecer a predominância de suas alegações baseadas na Regra 10b-5.

Essa teoria foi criada no caso *Basic Inc. v. Levinson*⁴⁵, julgado pela Suprema Corte em 1988. Esse processo se iniciou após os acionistas da *Basic Incorporated* (“Basic”) ajuizarem contra a companhia uma ação de classe putativa, alegando a ocorrência de fraude no mercado, com base em violações à Regra 10b-5. De acordo com os autores, a Basic teria realizado três declarações públicas negando tratativas de operações com a *Combustion Engineering Inc.* e afirmando desconhecer qualquer motivo especial para alta no volume de negociação de suas ações no mercado. Em 1978, dois anos após essas declarações, a Basic deliberou sua fusão com a *Combustion Engineering Inc.*.

De acordo com os autores, os membros da classe foram prejudicados pelas informações falsas divulgadas pela Basic, as quais teriam impactado negativamente na

⁴⁴ Do inglês, *fraud on the market theory*.

⁴⁵ *Basic*, 485 U.S. em 241-42.

cotação da ação. Investidores que compraram na alta e venderam após os pronunciamentos da companhia teriam sofrido perdas financeiras em decorrência desses fatos.

A Basic desafiou a certificação dessa classe de investidores alegando não ser possível afirmar que todos os investidores venderam suas ações em razão dos pronunciamentos da companhia. De acordo com a ré, os autores falharam em demonstrar que o elemento de nexo causal e de confiança seriam comuns aos membros da classe. Ou seja, não haveria o quesito de predominância necessário para a certificação da *class action*.

O juízo de primeira instância certificou a classe, mas deferiu a moção de julgamento antecipado da lide movida pela réu. Na decisão, o juiz julgou improcedentes os pedidos da classe como matéria de direito. Isso porque, de acordo com o juiz, as divulgações da Basic careceriam de materialidade visto que as negociações de fusão, de fato, ainda eram muito preliminares à época. Conforme sua fundamentação, as negociações não estavam “destinadas, com uma certeza razoável, a se tornar um acordo de fusão”⁴⁶. Foi interposta apelação.

O tribunal manteve a certificação deferida e reformou o julgamento antecipado feito pelo juízo de origem. A corte ponderou que embora não houvesse qualquer obrigação por parte da Basic em divulgar suas tratativas com a *Combustion Inc*, isso não autorizava a publicação de informações “tão incompletas que fossem capazes de enganar”⁴⁷.

Após a decisão em segunda instância, a Basic peticionou à Suprema Corte para que apreciasse a divergência de interpretação entre tribunais federais em se tratando da certificação desse tipo de classe, alegando não haver predominância dos elementos de nexo de causalidade e confiança.

A Suprema Corte aceitou apreciar o caso. Em seu julgamento, indeferiu o pedido da Basic e manteve a certificação aplicando a Teoria da Fraude no Mercado, que já havia sido utilizada para fundamentar decisão em segunda instância:

The courts below properly applied a presumption of reliance, supported in part by the fraud-on-the-market theory, instead of

⁴⁶ App. to Pet. for Cert. 103a.

⁴⁷ 786 F.2d 746 (1986)

requiring each plaintiff to show direct reliance on Basic's statements. Such a presumption relieves the Rule 10b-5 plaintiff of an unrealistic evidentiary burden, and is consistent with, and supportive of, the Act's policy of requiring full disclosure and fostering reliance on market integrity. The presumption is also supported by common sense and probability: an investor who trades stock at the price set by an impersonal market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action⁴⁸.

Essa teoria utilizada no raciocínio da Suprema Corte “fundamenta-se nos pressupostos de que: (i) em um mercado eficiente, os preços dos valores mobiliários resultam do conjunto de todas as informações disponíveis; e (ii) os investidores acreditam que tais preços são, efetivamente, reflexos desse conjunto de informações, o que é determinante na sua decisão de compra ou venda dos títulos”⁴⁹.

Em outras palavras, nos casos em que o valor mobiliário é negociado em um mercado eficiente, capaz de precificar todas as informações disponíveis ao investidor, existe uma presunção relativa de que onexo de causalidade e a confiança estão presentes e são comuns a todos os membros da classe.

Por óbvio, isso significa que o autor deve provar que os membros da classe negociaram em um mercado eficiente. Ao todo, para que se aplique a teoria da fraude no mercado, deve ser demonstrado que: “(i) a informação era de conhecimento público; (ii) o mercado em que se negociava o papel era eficiente; e (iii) a compra e/ou a venda ocorreu entre a divulgação da informação e a constatação da fraude”⁵⁰.

Uma pergunta válida diz respeito ao que é considerado um mercado eficiente. O cerne da questão é determinar em que medida o ambiente de negociação é capaz de incorporar no

⁴⁸ [485 U. S. 241-247](#)

⁴⁹ EIZERIK, Nelson. A “*Fraud-on-the-Market Theory* pode ser aplicada no Direito Societário Brasileiro?. In.: **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Org. FILHO, Alberto Venâncio et al. Editora Forense. São Paulo, 2017. p. 89.

⁵⁰ *supra*. p. 89.

preço dos valores mobiliários nele negociados, todas as informações veiculadas ao público que sejam relevantes para a tomada de decisão dos investidores.

A fim de determinar a eficiência do mercado em que se negocia o ativo, as cortes americanas costumam recorrer ao que é chamado de fatores de Cammer⁵¹. Esses fatores levam em consideração indícios indiretos de eficiência na negociação do ativo, como por exemplo: volume de negociação, capitalização do mercado, cobertura de analistas, existência de formadores de mercado⁵².

Um estudo elaborado pela NERA *Economic Consulting* mostrou que os tribunais costumam simplesmente avaliar se o autor conseguiu demonstrar se a maioria dos fatores foi satisfeita para determinar a eficiência do mercado. Ou seja, se houver mais fatores positivos do que negativos, o mercado é eficiente⁵³.

Crescentemente, no entanto, um dos fatores de Cammer vem ganhando destaque em relação aos demais: se o preço do valor mobiliário se moveu no sentido esperado do impacto da informação, isto é, se houve movimento de correção do valor de negociação. Esse último aspecto é chamado de quinto fator de Cammer e é considerado o único indício direto a estabelecer a eficiência do mercado.

No próprio caso da Petrobras, a companhia desafiou a alegação feita pelos autores de que os mercados das ADRs da sociedade eram eficientes, visto que só teriam mostrado indícios indiretos, sem provar o quinto fator. O Tribunal Federal do Segundo Circuito indeferiu as alegações da Petrobras nesse sentido, dispondo que os autores teriam demonstrado corretamente o quinto fator. Além disso, afirmou que a companhia era uma das mais avaliadas do mundo, o que ajudaria a caracterizar o critério da eficiência:

⁵¹ Ver em: *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp 1264, 1286-87 (D. N.J. 1989)

⁵² Os fatores de Cammer eram originalmente: “(1) the stock’s average weekly trading volume; (2) the number of securities analysts that followed and reported on the stock; (3) the presence of market makers and arbitrageurs; (4) the company’s eligibility to file a Form S-3 Registration Statement; and (5) a cause-and-effect relationship, over time, between unexpected corporate events or financial releases and an immediate response in stock price.” *In re Xcelera.com Securities Litigation* 430 F.3d 503 (1st Cir.2005). Algumas cortes, no entanto, vêm adotando outros critérios suplementares para fazer a verificação de eficiência do mercado.

⁵³ O estudo se encontra disponível em https://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB_Cammer_Factors_0812.pdf (acesso em: 17/11/2018)

At the outset, the Petrobras Defendants assert an error of law: they challenge the district court’s purported holding that Plaintiffs were entitled to the *Basic* presumption based solely on their *indirect* evidence of market efficiency. This argument mischaracterizes the district court’s analysis. True, the court noted that “Petrobras was one of the largest and most-analyzed firms in the world throughout the Class Period,” and explained that in instances where “the indirect [*Cammer*] factors overwhelmingly describe a large and well-functioning market for Petrobras securities, common sense suggests that the market would materially react to material disclosures.” *Certification Order*, 312 F.R.D. at 367. The opinion did not stop there, however. The court proceeded with an “involved analysis” of Plaintiffs’ empirical evidence—which Defendants disputed as to “almost every aspect”—and “ultimately conclude[d] that plaintiffs [had] satisfied the fifth *Cammer* factor.” *Id.*; *see also id.* at 367–71. Anything to the contrary was, at most, a holding in the alternative. We therefore decline to reach the Petrobras Defendants’ legal question—whether plaintiffs may satisfy the *Basic* presumption without *any* direct evidence of price impact—because the issue is not squarely presented for our review⁵⁴.

Como se pode ver da parte final da citação acima, a corte deixou em aberto se seria hipoteticamente possível estabelecer a eficiência do mercado sem o quinto fator de *Cammer*, utilizando-se apenas os demais fatores indiretos.

Outra questão relevante é o momento em que é dada a oportunidade ao réu de rebater a presunção relativa gerada pela teoria da fraude no mercado quando o autor consegue demonstrar seus requisitos.

A orientação tradicional era de que a presunção só poderia ser rebatida pelo réu quando do julgamento no tribunal do júri propriamente dito. O próprio acórdão da Suprema Corte no caso *Basic* parecia incorrer nesse sentido⁵⁵:

[I]f, despite petitioners' allegedly fraudulent attempt to manipulate market price, news of the merger discussions credibly entered the market and dissipated the effects of the misstatements, those who traded *Basic* shares after the corrective statements would have no direct or indirect connection with the fraud. We note there may be a

⁵⁴ *Petrobras Sec. Univs. Superannuation Scheme Ltd. v. Petróleo Brasileiro S.A. Petrobras*, 2017 U.S. (2d Cir. July 7, 2017).

⁵⁵ “In *Basic*, the Supreme Court established that the fraud-on-the-market presumption of reliance is a rebuttable presumption, no doubt. However, the relevant inquiry is *when* is this presumption rebuttable? The Supreme Court in *Basic* provides the answer: at trial”. KAUFMAN, Michael J; WUNDERLICH, John M., *op. cit.* p. 352

certain incongruity between the assumption that Basic shares are traded on a well-developed, efficient, and information-hungry market, and the allegation that such a market could remain misinformed, and its valuation of Basic shares depressed ... on the basis of the three public statements. Proof of that sort is a matter for trial, throughout which the District Court retains the authority to amend the certification order as may be appropriate⁵⁶. (grifou-se)

No entanto, as manifestações recentes dos tribunais – incluindo a própria Suprema Corte – divergem dessa interpretação. O caso *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc*⁵⁷, julgado pela Suprema Corte em 2014, estabeleceu que deve ser dada a oportunidade de o réu “derrotar a presunção através de evidências de que a alegada má prestação de informações realmente não afetou o preço de mercado da ação”.

Esse entendimento já havia sido manifestado desde o precedente *Salomon Analyst Metromedia Litigation*⁵⁸, em decisão tomada pelo Tribunal Federal do Segundo Circuito. À época, essa orientação suscitou críticas por, na prática, esvaziar a presunção da teoria da fraude no mercado⁵⁹.

Isso porque se for necessária manifestação do réu sobre a presunção antes da certificação da classe, o autor terá de rebater as alegações que o réu invariavelmente fará sobre a ausência dos fatores de Cammer. Normalmente, o resultado dessa prática é uma “batalha” dos assistentes técnicos contratados pelas partes em uma etapa inicial do procedimento. Tem sido considerada cada vez mais necessária a realização de chamados “estudos de evento” mostrando um impacto direto no preço da ação que seja atribuível à fraude.

Apesar de o caso Salomon ter dado início a essa tendência de permitir ao réu rebater a presunção da teoria da fraude no mercado, o que aumenta a dificuldade de a classe obter a certificação, houve um ponto positivo, sob a perspectiva dos autores, que merece ser mencionada.

⁵⁶ 485 U.S. em 248-249.

⁵⁷ (“*Halliburton II*”), U.S., 134 S. Ct. 2398, 2407 (2014)

⁵⁸ “A plaintiffs failure to rebut a defendant's expert may result in the court denying the plaintiff the benefit of the fraud-on-the-market presumption” 544 F.3d

⁵⁹ “By requiring that trial courts give the defendant an opportunity to respond, *In re Salomon* has in practice converted the fraud-on-the-market presumption into a bursting bubble presumption at the class certification stage”. KAUFMAN, Michael J; WUNDERLICH, John M., *op. cit.* p. 341.

De acordo com o precedente, a teoria da fraude no mercado não se aplica apenas quando as publicações relevantes forem da companhia. Comentários do diretor presidente e outros personagens cujas declarações possam influenciar de maneira significativa um investidor racional, também podem suscitar a teoria da fraude no mercado:

[T]he *Basic* Court did not so limit its holding and its logic counsels against doing so. The reason is simple: the premise of *Basic* is that, in an efficient market, share prices reflect "all publicly available information, and, hence, *any* material misrepresentations." It thus does not matter, for purposes of establishing entitlement to the presumption, whether the misinformation was transmitted by an issuer, an analyst, or anyone else⁶⁰.

Na ação em questão, os membros da classe teriam se baseado em informações supostamente fraudulentas divulgadas por um analista de investimentos para tomar suas decisões. Para o tribunal, contanto que a fonte tenha um mínimo de credibilidade, a teoria da fraude no mercado será aplicável.

Em todo caso, é importante frisar ao máximo que a aplicação da teoria da fraude no mercado não foi criada para endereçar questões relacionadas ao mérito do litígio. Sua utilidade consiste em estabelecer a predominância das questões de nexos causal e confiança, requeridos pela cumulação da Regra 23 (b) (3) com a Regra 10b-5.

A razão de ser necessária estressar esse ponto é a relativa estranheza que essas discussões podem causar ao operador do Direito habituado ao ordenamento jurídico brasileiro. Discutir a fundo pontos como nexos de causalidade apenas para demonstrar cumprimento a aspectos processuais, utilizando-se inclusive prova pericial para tanto, não é algo comum em nossa jurisdição – mais voltada à legitimidade de quem ajuíza a ação.

Nos EUA, porém, como a legitimidade para ajuizamento da *class action* cabe a qualquer integrante da classe em potencial, a aferição desses elementos acaba sendo necessária para garantir efeitos de coisa julgada a todos os membros, incluindo aqueles que se mantêm inertes durante todo o procedimento.

⁶⁰ 544, F.3d em 481-482.

Outra evidência de que a teoria da fraude no mercado não é definidora de mérito, diz respeito ao seu possível uso contra os autores da ação, após deferida certificação da classe e satisfeitos os critérios processuais da ação de classe.

Isso porque, estabelecida a eficiência do mercado, é possível dizer que todas as informações divulgadas ao público podem contribuir à formação do preço do ativo. Isso inclui informações que contradizem as fraudulentas nas quais a classe baseia seu pleito. Se havia informações contraditórias no mercado, a precificação levou ambas em consideração para definir o preço do valor mobiliário.

Isso acaba com a alegação de que houve dano aos investidores, pois não há que se falar em valor artificialmente inflado. Essa estratégia funcionou em alguns casos, a exemplo de *Apple Computer Securities Litigation*⁶¹ e de *Convergent Technologies Securities Litigation*⁶². Em ambos processos, foi deferido o julgamento antecipado da lide, com decisão favorável aos réus após a reversão da presunção denexo causal e confiança. Os réus demonstraram com sucesso que o valor do ativo negociado também refletia informações divulgadas pela imprensa e analistas de investimento.

De acordo com alguns autores, essa estratégia poderia muito bem ter sido utilizada no próprio caso Basic. Confira-se:

Given the possibility of rebuttal and the courts' unwillingness to address market efficiency at class certification, defendants' strategic choice may be to argue that the market was indeed efficient. An efficient market will reflect all available information in securities pricing, including information from nonissuer sources that questions, contradicts, or corrects the issuer's misrepresentation. That plaintiffs can rely on a misrepresentation conveyed to them by the market through the market price does not mean that the market believes and reflects all information it receives. If the available information includes other information touching on the subject of the fraud, the market price may reflect an assessment of that other information. Basic provides the clearest example of such an assessment. Although Basic's denials may have depressed prices in the short term, over the course of two years of negotiations between Basic and Combustion Engineering, the market seems not to have believed Basic's denials. In short, whether or not a fraud has been cured by third party

⁶¹ 886 F.2d 1109 (9th Cir. 1989).

⁶² 721 F. Supp. 1133 (N.D. Cal. 1988)

information, without a disclosure by the defendant, is a key factual issue in rebutting claims of fraud-on-the-market⁶³. (grifou-se)

Por fim, deve-se mencionar rapidamente ainda um último requisito para certificação da classe que vem sendo adotado pelas cortes americanas. Trata-se da viabilidade da classe⁶⁴. Apesar de esse requisito não restar expresso da lei, a jurisprudência tem exigido esse elemento em *class actions* recentes.

A viabilidade está relacionada com a possibilidade logística de se administrar o procedimento da ação de classe. Em geral, esse requisito é satisfeito quando todos os membros da classe podem ser devidamente identificados a fim de que se realize sua intimação.

Existem dois problemas que eventualmente podem ocorrer para que se preencha a viabilidade. O primeiro diz respeito à dificuldade em se localizar todos os membros da classe. O segundo é identificar quem, dentro da classe, sofreu ou não sofreu dano.

Os tribunais federais americanos, todavia, não possuem um consenso quanto à aplicação desse critério e o futuro desse requisito ainda é objeto de bastante discussão, não só nas *securities class actions*, como também nas ações de classe em geral⁶⁵.

Feito esse esclarecimento, restam devidamente analisados os requisitos necessários para a certificação da ação de classe. No capítulo a seguir, serão discutidas questões mais relacionadas ao mérito da ação e sua eficiência no combate a ilícitos no mercado de capitais.

⁶³ CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases, 37 *UCLA Law Review*. 1990. p. 916.

⁶⁴ Do inglês *ascertainability*.

⁶⁵ Para um aprofundamento dessa discussão ver COFFEE, John C; LAHAV, Alexandra. **Class Actions in the Era of Trump: Trends and Developments in Class Certification and Related Topics**. Memorandum for Annual American Bar Association National Institute on Class Actions, Washington - D.C. 2017.

3. A AÇÃO DE CLASSE COMO MECANISMO DE REGULAÇÃO PRIVADA DO MERCADO DE CAPITAIS

As questões discutidas no capítulo anterior procuraram esclarecer os principais passos em se tratando do procedimento da ação de classe. Entre outras coisas, foram vistas algumas reformas e entendimentos jurisprudenciais que tonaram mais rigorosa a admissibilidade e a certificação desse tipo de instrumento.

Deve-se deixar claro que todos os pontos processuais discutidos possuem uma relação íntima com o debate sobre a eficiência das *class actions* como forma de regular o mercado de capitais. A maior parte dos requerimentos vistos acima, incluindo a interpretação recente da teoria da fraude no mercado e a definição de mercado eficiente, está diretamente relacionada à forma de como o público, o legislador e o julgador norte-americanos compreendem a utilidade desse instrumento em coibir práticas ilícitas e suplementar o papel dos órgãos reguladores.

Justamente, a resposta do legislador e das cortes tem sido restritiva quanto às ações de classe. A edição de leis como PSLRA, SLUSA e o CAFA visaram à impedir um uso supostamente abusivo das ações de classe, principalmente através das *strike suits*. A tendência foi mantida pelo Judiciário, que criou novas restrições diretas e indiretas para a certificação, a exemplo da possibilidade de se rebater a presunção da teoria da fraude no mercado antes do julgamento.

É bom lembrar da atual tramitação no Congresso americano do *Fairness in Class Action Act*⁶⁶, que – caso seja promulgado – resultará em maiores restrições para ajuizamento das ações de classe.

Além disso, diversos juízes federais manifestaram compartilhar as preocupações do legislador em relação ao uso perverso da *class action*, semeando a visão de que o mecanismo serviria mais para atender interesses escusos do chamado *Plaintiff's bar* do que propriamente compensar os investidores pelos prejuízos causados.

⁶⁶ A lei já passou na Câmara dos Deputados e, até o fechamento desta monografia, segue em apreciação no Senado.

A pertinência uso da *class action* como instrumento de promoção de políticas públicas inclusive aparece como fundamentação em algumas decisões relevantes tomadas por tribunais federais nos EUA. No caso *Oscar Private Equity Invs.*, por exemplo, o Tribunal Federal do quinto circuito declarou: “Nós não podemos ignorar o poder *in terrorem* da certificação”⁶⁷. Adicionalmente, a corte citou a promulgação do PSLRA como prova de que o Judiciário deve ter em conta do trunfo extraordinário dos autores ao ajuizarem uma *securities class action*.

A despeito do aparente ceticismo reiterado do legislador e das cortes, evidências empíricas e comentadores desmentem a percepção de que as ações de classe atendem apenas a interesses dos procuradores e não causam benefício relevante ao mercado. Confira-se:

The true "strike suit" nuisance action, filed only because it was too expensive to defend, is, in this author's judgment, a beast like the unicorn, more discussed than directly observed. Although small settlements may have been impelled in part by the high cost of defense, the corresponding observation is that the small damages in these cases also did not justify much effort on the plaintiff's side. Neither side wanted to invest much effort in them-but this does not make them inherently frivolous. Similarly, the economic evidence that strike suits predominate also seems unpersuasive⁶⁸.

Desse modo, esse capítulo irá expor os principais méritos e deméritos das ações de classe enquanto mecanismo de regulação no mercado de capitais. O objetivo da exposição é verificar até que ponto as críticas ao instrumento, a postura do legislador e das cortes são pertinentes.

3.1 A necessidade de regulação privada no mercado de capitais: comparação entre *enforcement* público e privado.

O *enforcement* das regulações atinentes ao mercado de capitais norte-americano pode ser realizado em duas vertentes: (i) através do órgão regulador - a SEC e (ii) através do ajuizamento de ações por investidores contra danos causados.

⁶⁷ 487 F3d em 267.

⁶⁸ COFFEE, John C. *op. cit.* p. 4.

A fiscalização realizada pela SEC é considerada insuficiente para lidar sozinha com um mercado tão robusto quanto o dos EUA. Um dos membros do colegiado da SEC já expôs o cenário em que o órgão está condicionado a realizar seu trabalho:

In the last few years, the Enforcement Division of the SEC has been coping with less staff and fewer resources. This is clearly not what has been needed in a time of deregulation and clearly not what Congress had in mind when it enacted Sarbanes-Oxley, specifying an increase in SEC resources in 2002 and stating that enforcement was to be strengthened. By 2006, however, staff turnover was at its highest level in five years. Enforcement groups, normally composed of 15 lawyers, often had only 7 or 8 lawyers during those years and are slowly being built back to the former numbers. The total number of attorneys able to investigate cases has decreased by 10% from 654 in 2005 to just 594 in 2008⁶⁹.

Além disso, é sabido que SEC dispõe de um orçamento anual e um corpo de funcionários relativamente modesto se comparado ao tamanho do mercado de capitais americano e ao número de entidades supervisionadas pelo órgão. Percebe-se que a comissão é subfinanciada se comparada a outros reguladores:

With often less than \$900 million in hand and approximately 3,500 staff, the SEC is tasked with regulating tens of thousands of entities including public companies, investment advisers, broker-dealers, transfer agents, exchanges, credit rating agencies, and several SROs.... [T]he FDIC has a staff of 5,000 to oversee 8,300 FDIC insured banks with a budget in the range from \$1.2 to \$2.2 billion dollars. Moreover, the FDIC is independently funded and thus, has control over its own budget and long term projects⁷⁰.

Dessa forma, a fiscalização privada torna-se de fundamental importância para suplementar a atuação sancionadora da SEC. Ademais, o regulador não possui os incentivos econômicos relacionados à atuação mais ostensiva dos procuradores privados. Como

⁶⁹ AGUILAR, Luis. **Empowering the markets watchdog to effect real results**. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/2009/spch011009laa.htm>

⁷⁰ AGUILAR, Luis. Comm'r, Sec. Exch. Comm'n, Remarks at the Practising Law Institute's "SEC Speaks in 2009" Program: Increasing Accountability and Transparency to Investors (6 de fevereiro de 2009)

consequência, estudos demonstram que a magnitude dos acordos celebrados pela SEC não se compara com os acordos feitos em âmbito de *class actions*. Confira-se:

Média de pagamentos em acordos de 2000-2002⁷¹

<u>Public Monetary Sanctions</u>		<u>Private Monetary Sanctions</u>	
SEC Monetary Sanctions:	\$801,333,333	Class Action Settlements:	\$1,906,333,333
State Monetary Sanctions:	\$931,212,489	Class Action Trial Awards:	\$17,626,000
NASD Disciplinary Sanctions:	\$126,110,622	NASD Arbitration Awards:	\$104,000,000
NYSE Disciplinary Sanctions:	<u>\$5,752,833</u>	NYSE Arbitration Awards:	<u>(not available)</u>
	<u>\$1,864,409,277</u>		<u>\$2,027,959,333</u>

Veja-se, ainda, a tabela abaixo elaborada pela *Cornerstone Research*⁷² fazendo uma análise caso a caso dos acordos celebrados com a SEC e no âmbito das *class actions*:

Private Versus Public Settlements

(Dollars in Millions)

<u>Case</u>	<u>Settlement Fund in SEC Action</u>	<u>Settlement Fund in Related Class Action</u>
WorldCom, Inc.	\$750.0	\$6,156.1
Computer Associates International, Inc.	\$225.0	\$128.6
Bristol-Meyers Squibb Company	\$150.0	\$300.0
Symbol Technologies	\$37.0	\$102.0
Lucent Technologies, Inc.	\$25.0	\$517.2
i2 Technologies, Inc.	\$10.0	\$87.8
Gemstar-TV Guide International, Inc.	\$10.0	\$92.5
Homestore Inc.	\$5.0	\$78.0
Measurement Specialties, Inc.	\$1.5	\$8.1

Como se observa, a eficiência em termos de recuperação de valor aos acionistas é muito mais expressiva do ponto de vista da *class action* do que da própria atuação

⁷¹ Dados retirados de: JACKSON, Howell. **Variation In The Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence And Potential Implications**. Harvard Law School Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper No. 521, 2005

⁷² SIMMONS, Laura E.; RYAN, Ellen. **Post-Reform Act Securities Settlements: 2005 Review and Analysis** (2005 Cornerstone Research).

sancionadora da SEC. De todo modo, é pertinente questionar qual o percentual do valor desses acordos que, de fato, é revertido para o investidor.

3.2 A *class action* enquanto instrumento de compensação pelos danos causados aos investidores.

Deixando de lado os números brutos dos acordos e adentrando na questão de recuperação do acionista pelos danos causados, a conclusão não parece favorecer a *class action*:

From a compensatory perspective, the conclusion seems inescapable that the securities class action performs poorly. Settlements recover only a very small share of investor losses. NERA Economic Consulting annually prepares a table showing the ratio of settlements to investor losses, and between 1991 and 2004, this ratio has never exceeded 7.2% (which it hit in 1996). Over the most recent three years for which data is available, (i.e., 2002, 2003 and 2004), this ratio fell to 2.7%, 2.9%, and 2.3%, respectively⁷³.

Utilizando dados mais recentes elaborados pela *NERA Economic Consulting*, podemos ter acesso a uma conclusão mais atualizada:

In general, settlement size grows as NERA-defined Investor Losses grow, but the relationship is not linear. Based on our analysis of data from 1996 to 2017, settlement size grows less than proportionately with Investor Losses. In particular, small cases typically settle for a higher fraction of Investor Losses (i.e., more cents on the dollar) than larger cases. For example, the median ratio of settlement to Investor Loss was 19.2% for cases with Investor Losses of less than \$20 million, while it was 0.7% for cases with Investor Losses over \$10 billion⁷⁴.

Concluir que a relação máxima entre perda estimada do investidor e o valor do acordo chega a 19,2% é um tanto decepcionante para os defensores da *class action* como mecanismo eficiente de regulação. Um adendo que deve ser feito, no entanto, é que essas estimativas

⁷³ COFFEE, John C. *op. cit.* p. 17.

⁷⁴Estudo da *NERA Economic Consulting* disponível em: http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2018/PUB_Year_End_Trends_Report_0118_final.pdf

levam em consideração o critério objetivo da queda de preços do valor mobiliário, sem medir a participação da informação fraudulenta na correção do ativo.

De todo modo, também não é animadora a conclusão de que quanto maior a perda para o investidor, menor a recuperação do montante através dos acordos nas *class actions*. Paradoxalmente, o investidor tende a recuperar menos quanto maior for a fraude – o que parece descaracterizar um critério de justiça proporcional. Por outro lado, isso pode indicar que, em casos maiores, as companhias podem encontrar dificuldades em realizar acordos proporcionalmente vantajosos ou podem nem mesmo figurar no polo passivo da ação, se for o caso de estar em procedimento falimentar.

Também é importante mencionar que esses baixos percentuais estimados de recuperação ainda são antes das deduções de valores como: honorários advocatícios tanto dos procuradores dos autores como dos réus, prêmios de seguro D&O e custas judiciais.

Além disso, estudos mostram que as companhias podem enfrentar sérios riscos de liquidez no curto prazo, tendo em vista o elevado desembolso de caixa em decorrência do acordo⁷⁵. Isso pode resultar em menos capital direcionado a investimentos que poderiam proporcionar maiores dividendos aos acionistas, além de ter o potencial de aumentar os índices de endividamento a curto prazo (inflando o custo do crédito, etc). Todos esses fatores possuem retornos diretamente prejudiciais à companhia e, indiretamente, ao próprio investidor.

Essa baixa taxa de recuperação das ações de classe também afasta a atuação de investidores institucionais nesse procedimento. De acordo com a conclusão de um comentarista, impressionantes 70% desse tipo de investidor deixam de ajuizar ações de classe a despeito de terem perdas comprováveis em juízo:

Even larger windfalls are raised, and a growing awareness of the noncompensatory feature of securities class action settlements is posed, by our finding that approximately seventy percent of the institutions with provable losses fail to present their claims. Against such a record, it is difficult to envision the securities class action as

⁷⁵ Ver em: BAI, Lynn Bai; COX, James D.; THOMAS, Rendall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. **University of Pennsylvania Law Review**, v.158, 2010.

serving a compensatory purpose, except for the diligent minority. When this observation is coupled with evidence that the settlement amount in any class action represents a very small part of the losses suffered by the class members, it is even more difficult to attribute a compensatory mission to the securities class action. Indeed, there is a perverse irony in the institutions' dismal record in presenting their claims. By letting billions slip through their fingers, institutions essentially enhance the amounts recovered by those investors who present their claims. That is, their slumbering actually enhances the compensatory quality of securities class actions for those who do file claims.

Would settlement amounts be greater if the institutions more frequently presented their claims? We can only speculate. Securities class actions are a zero-sum game. In any given case, whether more or fewer claimants appear does not affect the size of the settlement. And, per our experience, the settlement amount is fixed and lies well below the provable losses suffered by the class⁷⁶.

Esse fator é irônico quando confrontado com o objetivo do legislador ao promulgar o PSLRA, idealizando o investidor institucional como melhor personagem para conduzir as ações de classe. De acordo com esses dados, os investidores institucionais, em geral, fazem exatamente o oposto de se engajarem nas *class actions*. É estimado que essa conduta resulte em perdas anuais de US\$ 1 bilhão para esse tipo de investidor⁷⁷.

Após a constatação de que as *class actions* não são meios eficientes de reparação do dano, ainda resta o questionamento de seu papel enquanto inibidoras de práticas fraudulentas.

3.3 As *class actions* enquanto instrumento de inibição de práticas fraudulentas no mercado de capitais.

Se há bastantes elementos que apontam que função compensatória da ação de classe é insuficiente, a questão da inibição de práticas ilícitas é objeto de maior debate. Alguns comentadores reconhecem que os elevados montantes referentes aos valores estipulados nos acordos são capazes de ter um elemento de coibição:

⁷⁶ COX, James D; THOMAS, Randall S. Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements, 58 *Stan. L. Rev.* 411, 2005. p. 450.

⁷⁷ Ver em: PRITCHARD, Adam. Who Cares? 80 *Wash. U. L. Rev.* 883, 2002.

But if the securities class action fails as a mechanism for compensation, it could still perform admirably as a form of deterrence. Indeed, its deficiencies from a compensatory perspective may even be virtues from a deterrent perspective. That the securities class action recovers only a small percentage of investor losses presents less of a problem from a deterrent perspective because the corporate decisionmakers who caused the corporation to violate the securities law will also only receive a gain equal to a small portion of the investors' losses.

(...)

On the positive side of the ledger, securities class actions do seem sufficiently pervasive to constitute a deterrent threat for most public corporations⁷⁸.

A justificativa para essa conclusão está no raciocínio de que os ganhos potenciais de um diretor ou administrador que age de modo fraudulento são ofuscados pelos valores envolvidos nas ações de classe. Esse argumento, no entanto, não é tão convincente quando se percebe quem, normalmente, incorre no ônus de pagar pela indenização estipulada através de acordo.

Uma vez que “tanto o pagamento estipulado em acordo, quanto as despesas processuais de ambas as partes são incorridos, em larga medida, pela própria companhia, são seus acionistas que ultimamente suportam esses custos indiretamente e, frequentemente, de modo desigual”⁷⁹.

No mesmo sentido, confira-se:

Real-world Fraud on the Market Theory actions proceed on an enterprise-liability theory with corporate - as opposed to individual - defendants funding the compensation; investor “victims” are accordingly compensated from the pockets of other innocent investors. It follows that not only does Fraud on the Market Theory fail as a compensatory mechanism, it doesn't even make sense. As to the deterrent promise, Fraud on the Market Theory is thought to deliver, but only a little. Enterprise liability causes the problem once again: if Fraud on the Market Theory were serious about deterrence, the funding would come from individual miscreants⁸⁰.

⁷⁸ COFFEE, John C. *op. cit.* p. 19-20.

⁷⁹ Traduzido de COFFE, John C. *op. cit.* p. 5.

⁸⁰ BRATTON, William W.; WATCHER, Michael L The Political Economy of Fraud on the Market. **60** *University of Pennsylvania Law Review*. 69, 2011. p. 73.

Sendo assim, fica clara a percepção de que os verdadeiros detratores das regras do mercado de capitais, em larga medida, não desembolsam capital próprio para o ressarcimento dos acionistas através de acordo nas *class actions*. Quem efetua a maior porção do pagamento normalmente é a própria companhia, seguida da seguradora D&O⁸¹.

Essa conclusão pode minar qualquer função coibidora das *securities class actions*, visto que a punição pelo ilícito não é corretamente alocada a quem o comete. A distorção gerada por acordos ainda possui outra consequência: companhias menores, e, portanto, com menor capacidade de pagamento, são “blindadas” em relação às ações de classe.

O raciocínio é simples. Como o risco de insucesso de uma *securities class action* é grande e as despesas processuais são adiantadas pelo escritório de advocacia que representa a classe, o processo só possui sentido econômico se a companhia conseguir oferecer um acordo que não só pague todas as custas dispendidas pelo advogado, como ainda cubra uma margem aceitável de lucro que justifique o risco incorrido.

Os danos causados aos acionistas por companhias menores não podem ser ignorados⁸². As intervenções do legislador agravaram esse cenário. Uma vez que o PSLRA impôs um maior rigor para ajuizar uma *class action*, os advogados se tornaram ainda mais seletivos com os casos que decidem financiar, procurando fraudes de maior monta para compensar o aumento de riscos e custos causados pela reforma legal.

A professora Janet Alexander fez um estudo na década de 1980 que estimou em US\$ 20 milhões o valor mínimo de fraudes que incitariam advogados a financiar litígios

⁸¹ “As discussed above, corporations typically do not benefit from fraud on the market because they are not selling securities at the time of the fraud. Who, then, benefits? The answer is the corporate managers who disguised poor corporate performance in an attempt to keep their jobs, or who inflated profits so that they could reach targets for incentive compensation or bring their stock options into the money.11 Of course those objectives benefit the managers rather than the shareholders of the corporation. They are examples of managers’ taking advantage of their positions. Notwithstanding the self-dealing implicit in such fraud, the corporate officers who actually make the misrepresentations almost never contribute to the settlement of class actions. The dirty secret of securities fraud class actions is that the company and its insurers pay to settle the claims even though the officers are the ones responsible for the fraud”. PRITCHARD, Adam C. Should Congress Repeal Securities Class Action Reform? *Policy Analysis*. n. 471, fevereiro de 2003.p. 5-6.

⁸² “Even where fraud impacts lower market capitalization value companies disproportionately, the impact of the fraud aggregated over the large number of small companies may be nonetheless significant”. CHOI, Stephen J. *The Evidence on Securities Class Actions*, *Vanderbilt Law Review* 1465, 1469-74.

relacionados a fraudes em *Initial Public Offerings* de companhias⁸³. Evidentemente que esse valor deve ser considerado defasado em relação aos de hoje em dia, ainda mais em se considerando a superveniência das reformas legais:

Again, conventional wisdom is that the passage of PSLRA has driven these costs up and thus raised the threshold at which a securities class action can be justified by the expected fee award to the plaintiff's attorney.

Outra questão também merece atenção: o regime de responsabilização imposto pelas regras atinentes ao mercado de capitais americano demonstram que existem tipos de responsabilidade que não são tão perseguidos pelo *enforcement* privado devido ao maior grau probatório a ele relacionado.

Com o advento do PSLRA, por exemplo, as fraudes relacionadas a irregularidades contábeis se tronaram a causa de ação predominante, tirando a posição de liderança das falsas previsões de mercado⁸⁴. De acordo com um comentador, a causa provável para esse tipo de efeito foi a maior probatória exigida pelo PLSRA:

The PLSRA's "safe harbor" for forward looking statements is the most likely (but not the exclusive) cause of this transition because it requires the plaintiff to prove the defendant's actual knowledge of the falsity of the forward looking statement
(...)
Thus, although it would be an overstatement to say that the securities class action exclusively policies fraud in financial reporting, this seems to be its primary role.⁸⁵

Nem todos os indicadores, porém, atestam uma suposta ineficiência das ações de classe em estabelecer algum nível de coibição em condutas ilícitas. Os diretores e administradores, apesar de usualmente não contribuírem para as quantias desembolsadas em acordos, figuram recorrentemente como réus nas ações de classe de *securities*. Veja-se o quadro abaixo, elaborado por um estudo da *PricewaterhouseCoopers* LLC de 2014⁸⁶:

⁸³ Ver em ALEXANDER, Janet Cooper. Do the merits matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 *Stanford Law Review*. 497, 511-512, 1991.

⁸⁴ Ver em: BAJAJ, Mukesh et al. Securities Litigation Settlements, 43 *Santa Clara Law Review*. 1001, 1010. 2003

⁸⁵ COFFEE, John C. *op. cit.* p. 16.

⁸⁶ O estudo completo se encontra disponível em: <https://www.pwc.ru/en/fraud-forum/assets/2013-securities-litigation-study.pdf>

Title	2009 %	2010 %	2011 %	2012 %	2013 %
CEO	79	86	90	94	91
CFO	61	63	72	78	76
Chairman	46	66	59	57	52
President	62	71	56	68	61
Director	42	58	65	62	48
Audit committee	3	2	10	6	7

Figure 15:
Percentage of US federal securities class action lawsuits naming particular officers or committees, 2009–2013[†]

[†] Titles are based on those named in the complaint.

Dessa forma, não é a falta de proatividade dos autores que caracteriza o desvio da penalização de quem é realmente o responsável pela fraude. Uma das repostas parece ser mesmo do elevado padrão probatório estabelecido pelo PSLRA, mas não só isso⁸⁷.

O principal fator responsável pelo desvio parece ser a responsabilidade objetiva da companhia pelos ilícitos cometidos por seus representantes e outros personagens envolvidos em sua administração. Apesar de ser a regra nas ações de classe envolvendo fraudes no mercado, a responsabilização da companhia nem sempre é possível.

Em alguns poucos casos foram afastadas tanto a responsabilidade da companhia quanto a possibilidade de cobertura do seguro D&O. Nessas raras ocorrências, houve efetivo desembolso pelos agentes pessoas físicas que cometeram a fraude.

A raridade desses acontecimentos é devido à necessária cumulação de três eventos: (i) insolvência da companhia devido a procedimento falimentar em andamento, (ii) os indivíduos envolvidos na fraude estão respondendo a processos criminais conexos à fraude e (iii) o seguro D&O não cobriu a responsabilização⁸⁸.

Se se tratar de administrador independente, a (falta de) responsabilização é ainda mais impressionante:

⁸⁷ “The reality is that corporate insiders are sued in order for the plaintiffs to gain access to their insurance, but their personal liability appears not to be seriously pursued”. COFFEE, John C. *op. cit.* p. 24.

⁸⁸ A ausência de cobertura pode ocorrer quando restar caracterizada a conduta fraudulenta dos contratantes do seguro. Normalmente, essa cláusula só tem efeito quando há o trânsito em julgado da fraude, o que raramente acontece em virtude de acordos. De todo modo, quando existe um procedimento criminal correndo contra o indivíduo, é possível que ele se declare culpado para fins de *plead bargaining*. Nessa hipótese, a seguro poderia deixar de cobrir danos relacionados a essa conduta fraudulenta admitida.

We find that while lawsuits are common—securities class actions alone come to roughly 200 cases per year—but trials are uncommon. When cases settle, as the vast majority do, plaintiffs often recover cash, but the cash nearly always comes from the company, a D&O insurer, a major shareholder, or another third party. Outside directors make personal payments in a tiny percentage of cases. From 1980 onwards—as far back as we looked—we found a total of thirteen cases in which outside directors made out-of-pocket payments. This includes payments pursuant to judgment, payments to settle cases, and payments simply to cover legal expenses until a case was resolved. Ten of these cases involved oversight failure, two involved self-dealing or duty of loyalty claims, and one involved a claim that a transaction involving directors’ own compensation was ultra vires. Most cases in which outside directors made out-of-pocket payments have involved small companies and little or no publicity. Of the thirteen cases we found, four are well known (WorldCom, Enron, Tyco, and Van Gorkom). One is little known but could in principle be found through a careful search of news stories (Independent Energy Holdings). The remaining cases are either entirely hidden or the existence of out-of-pocket payments can be inferred only by piecing together multiple sources of information.⁸⁹.

É bom lembrar que tanto o caso Enron quanto o WorldCom lideram a lista de maiores acordos já feitos no âmbito de uma *securities class action*.

Apesar de difícil ocorrência, é possível afirmar que nesses casos o verdadeiro agente do ilícito foi responsabilizado. Isso indica que o desvio na responsabilização não é decorrente do procedimento da *class action* em si, mas sim da possibilidade de se imputar a reparação do dano à pessoa jurídica.

Esse tipo de responsabilidade objetiva da companhia, no entanto, é bastante consolidada nos EUA. Simplesmente se aplica a regra geral de responsabilidade civil americana, sem que se faça distinção entre um litígio de *securities* e um litígio consumerista, por esse aspecto:

The financial burdens of a securities fraud settlement borne by the innocent shareholders of the corporate violator is indistinguishable

⁸⁹ BLACK, Bernard et al. Outside Director Liability, *Stan. L. Rev.* v. 58, n°1055, 2006. p. 1064.

from the burden borne by the shareholders of the corporation that produces a defective product or violates the environmental laws⁹⁰.

Para corrigir esse desvio, existem algumas propostas de acadêmicos⁹¹. De todas as alternativas, no entanto, a única que realmente parece ter maior fundamento em termos de aumentar as *securities class actions* é a de reformar a responsabilidade da companhia em litígios de fraude no mercado, conforme proposto por John C. Coffee:

[T]he most sensible policy approach is a substitutionary one: to seek to shift the incidence of the liability so that it falls more substantially on managers and other insiders, but not to abolish corporate liability, which would continue to play a residual role. Shaky as the case for corporate liability may be, economic theory suggests that vicarious liability is efficient so long as the principal and agent can enter into contracts that reduce the probability of the wrong that is to be deterred⁹².

Esse mesmo autor também sugere que a SEC desempenhe um papel nessa alteração, inclusive submetendo os acordos celebrados a um maior escrutínio, no intuito de melhor distribuir o desembolso pelo valor da indenização.

O órgão regulador já possui um histórico em relação à invalidação de contratos de indenidade de administradores e diretores com as companhias. Direito contratual é objeto regulado por legislação estadual, porém a SEC já conseguiu que a indenização não fosse aplicável em se tratando de violação de lei federal de valores mobiliários⁹³.

Os tribunais já se manifestaram no sentido de que não cabe ao Judiciário medir a porção de responsabilidade a ser repartida entre os membros da classe. A homologação do acordo depende apenas de uma análise agregada do valor da indenização⁹⁴. Por essa razão, há

⁹⁰ COX, James D. Making Securities Fraud Class Actions Virtuous. *Arizona Law Review*, v. 39, n. 497, 1997. p. 511.

⁹¹ “Thus, Professor Donald Langevoort has suggested capping the damages at a low level, pointing to the American Law Institute’s Federal Securities Code as a relevant model;98 and Professor Janet Cooper Alexander has similarly proposed a civil penalty that could be enforced both by the SEC and/or plaintiff’s attorneys”. COFFEE, John C. *op. cit.* p. 37.

⁹² COFFEE, John C. *op. cit.* p. 45.

⁹³ *Globus v. Law Research Service*, 418 F2d 1276 (2d.Cir 1969).

⁹⁴ *Cedant Corp. Litigation* 264, F3d. 286 (3rd Cir. 2011).

motivos para acreditar que as cortes não entenderiam como razoável uma interferência da SEC nesse sentido⁹⁵.

Pode ser, no entanto, que haja algum espaço no Judiciário para um escrutínio maior dos tribunais quando da homologação dos acordos. Vale a pena conferir o voto dissidente do desembargador Jon O. Newman do Tribunal Federal do Segundo Circuito no caso *Warner Communications Securities Litigation*⁹⁶:

In a case such as this, where apportionment between corporate and individual defendants can have economic significance for a shareholder claimant, some scrutiny of the portion contributed by a corporate defendant normally should be appropriate. In such circumstances, a settlement might well be shown to be unreasonable to a shareholder if the corporate defendant contributed so much more than a fair share as to cause a discernible incremental pro rata decline in the value of the shareholder's stock below the reduction attributable to a fair contribution.

Uma outra possível abordagem seria se a SEC exigisse uma avaliação do conselho de administração a respeito do acordo a ser celebrado, devendo ser observados os critérios de *fairness* que também são geralmente necessários em outras negociações sensíveis que envolvam relação de conflito de interesses.

Por fim, uma última recomendação feita por John C. Coffee merece ser mencionada. Trata-se de a SEC estabelecer uma isenção à companhia emissora que esteja sendo alvo da ação por fraude de seus representantes. De acordo com o autor:

At a stroke, this would eliminate entity insurance (because the corporation now could not be sued), and it would compel the insider defendants to apply to the corporation for indemnification when they settled (thereby activating the board's role in monitoring indemnification requests). Today, the board seldom has to face the

⁹⁵ “At a time when Supreme Court decisions regularly show a fervent concern for the preservation of federalism and state's powers,134 any attempt by the SEC to encroach through rule-making on the traditional powers of the states to regulate corporate governance invites strong judicial resistance.135 Precisely because a right to indemnification is clearly established under state law and because courts to date have not seen the indemnification of settlement costs to conflict with the policies underlying the federal securities laws, a new SEC initiative seeking to bar indemnification of settlement costs would appear highly vulnerable. This does not mean that the SEC is powerless, but it may have to proceed by requiring greater disclosure about the settlement process, rather than by framing a broader prophylactic rule”. COFFEE, John C. *op. cit.* p. 49.

⁹⁶ 798, F. 3d 35, 38 (2d Cir. 1986)

issue of indemnification because the corporation contributes the entire settlement and then turns to its insurer for repayment⁹⁷.

Ele também endereça a questão atinente à autoridade que a SEC teria para dispensar discricionariamente uma entidade de cumprir com a Regra 10b-5 e, por consequência, impedir uma causa de ação decorrente desse dispositivo. Para fundamentar seu entendimento afirmativo a respeito dessa prerrogativa da SEC, o autor cita a Seção 36 (a) (1) *Securities And Exchange Act* de 1934, que dispõe:

[The SEC has the authority to] conditionally or unconditionally exempt any person, security or transaction, or any class or classes of persons, securities or transactions, from any provision or provisions of this title or of any rule or regulation thereunder, to the extent that such exemption is necessary or appropriate in the public interest, and is consistent with the protection of investors⁹⁸.

Apesar de o autor não mencionar, existem questões de ordem prática e política que poderiam inviabilizar essa posição por parte da SEC. Isso porque os tribunais têm se mostrado não só bastante resistentes à extensão dos poderes do regulador, como há casos recentes em que a Suprema Corte decidiu contrariamente à SEC, reduzindo – de uma certa forma – suas prerrogativas institucionais.

Esses dois casos emblemáticos são: *Kokesh v. SEC*⁹⁹ e *Ray Lucia v. SEC*¹⁰⁰. No primeiro precedente, a Suprema Corte efetivamente diminuiu o prazo prescricional para que o regulador ajuíze uma ação de *disgorgement* (uma espécie de remédio para reparação de danos causados a investidores), ao determinar que esse tipo de ação não constituiria uma penalidade e, por essa razão, teria uma menor prescrição. Esse tipo de instrumento processual é bastante usado pela SEC no exercício de seu *enforcement*. Essa decisão teria custado à SEC US\$ 800 milhões em potencial recuperação de valor a investidores vítimas de fraude¹⁰¹.

⁹⁷ COFFEE, John C. *op. cit.* p. 63.

⁹⁸ 15 U.S.C. §78mm(a) (1).

⁹⁹ 137 S. Ct. 1635 (2017)

¹⁰⁰ 585, U.S. (2018)

¹⁰¹ Oversight of the SEC's Division of Enforcement: Hearing Before the H. Fin. Servs. Comm. (16 de maio de 2018), disponível em: <https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=403383>; Dave Michaels, Supreme Court 2017 Decision Has Cost Investors Over \$800 Million, SEC Says, Wall Street Journal (16 de maio de 2018), disponível em <https://www.wsj.com/articles/supreme-court-2017-decision-has-cost-investors-over-800-million-sec-says-1526487555>

No segundo precedente, a Suprema Corte julgou inconstitucional a maneira pela qual o órgão nomeia os seus chamados juízes administrativos, tornando nulo um procedimento iniciado contra um analista de investimentos. O caso impactou bastante na autonomia institucional da SEC e é um forte indicativo de que o Judiciário seria muito resistente a outras incursões do órgão que resultassem em um aumento de seu poder fiscalizatório.

4. BREVES COMPARAÇÕES COM O DIREITO BRASILEIRO.

A comoção gerada pelo caso da Petrobras colocou em evidência a discussão a respeito da pertinência de que o ordenamento jurídico brasileiro possuísse sua própria versão da *class action*. O mecanismo é visto por muitos como uma forma eficiente de combate a fraudes no mercado de capitais.

A profundidade desse tema merece todo um trabalho acadêmico dedicado a ele. Sua importância para essa monografia é apenas lateral. De qualquer forma, cabem algumas ponderações lastreadas nas informações expostas neste trabalho.

A primeira inferência que se pode fazer é a da relativa simplicidade do ajuizamento da ação civil pública, se comparada ao emaranhado de requisitos e tecnicidades processuais atinentes às ações de classes americanas. Nesse ponto, talvez seja possível dizer que a ação civil pública é mais objetiva do que a sua equivalente dos EUA, por focar na questão da legitimidade para sua propositura e da caracterização do direito coletivo¹⁰².

A vantagem da *class action* é a possibilidade de que qualquer indivíduo prejudicado poderia ajuizá-la, prescindindo de um equivalente do Ministério Público ou de uma associação de investidores para romper a inércia. Por outro lado, mesmo essa vantagem parece um tanto ilusória, visto que, com o estabelecimento do *lead plaintiff*, é provável que um investidor pessoa física que inicie a ação perca a ingerência sobre a mesma para um investidor institucional nomeado pelo juízo.

Outra ilusão criada pelo público brasileiro em geral pode dizer respeito à eficiência da ação de classe para reparação dos danos causados ao mercado. Como vimos, não há muita controvérsia ao estabelecer que a *class action* fracassa ao cumprir esse papel de modo satisfatório. Um contra-argumento a esse ponto pode ser o fato de que alguma recuperação ainda é melhor do que nenhuma.

A questão da inibição do comportamento delitivo parece ser um ponto forte da ação de classe em relação à sua contraparte brasileira. A ação civil pública não possui os incentivos econômicos que atraem advogados eficientes e criativos para a representação de demandas em

¹⁰² Se é direito difuso ou se é individual homogêneo, por exemplo.

juízo. Isso diminui o potencial da nossa ação como instrumento de *enforcement* privado. O protagonismo desse mecanismo no Brasil acaba sendo o Ministério Público.

O elemento determinante, porém, é tanto menos o instrumento processual e está mais relacionado a questões de direito material. Trata-se da responsabilidade da companhia nas ações de *securities* ser um fator consolidado (ainda que contestado) no Direito americano. No Brasil, o entendimento esmagadoramente predominante é a da aplicação da responsabilidade subjetiva dos administradores e dos diretores envolvidos na fraude.

É de se indagar se essa mecânica de responsabilização seria desejável. Como visto, a responsabilização da companhia, na verdade, causa desvios na alocação proporcional do dever de indenizar e impede que os verdadeiros praticantes do ilícito sejam punidos. É possível que as discussões a respeito de mudança nessa estrutura sejam mais frequentes lá do que aqui.

Outro ponto que corrobora com a impertinência desse modelo de responsabilidade da companhia é o dano indireto que causa aos próprios investidores. Não apenas os acionistas brasileiros pagaram indiretamente pelo acordo celebrado na *class action* da Petrobras. Os detentores de ADR's que se encontravam fora do “período da classe” também pagaram pela indenização aos seus investidores compatriotas. A questão é, de certa forma, tão sensível que, supondo que o investidor americano tivesse igual número de ações dentro e fora do “período da classe”, ele também perderia dinheiro. Isso ocorre porque há todos os custos processuais e honorários advocatícios embutidos no valor do acordo.

É dizer que as ações de classe podem sim causar um tratamento diferenciado mesmo entre investidores americanos. Não apenas os brasileiros pagaram pelo valor do acordo.

Outro fator interessante é a crescente opção da arbitragem no Brasil para a resolução de conflitos societários. Essa característica brasileira difere por completo da opção norte americana. Os litígios societários americanos ocorrem predominantemente nos tribunais estatais, tanto na esfera federal quanto na estadual. A arbitragem nos EUA está mais relacionados a litígios trabalhistas e de contencioso de massa. É válido dizer que a solução arbitral é crescentemente utilizada por companhias para cumular a cláusula de arbitragem com uma cláusula de renúncia à ação de classe.

Essa tendência é cada vez mais forte, visto a chancela da Suprema Corte em relação à legalidade desses acordos¹⁰³. Não se tem notícia, todavia, de que essa estratégia tenha sido usada em litígios societários.

Feitas essas reflexões, não parece que uma transposição irrefletida - como parecem propor alguns entusiastas das ações de classe – seja algo desejável para realidade brasileira. De qualquer forma, há questionamentos pertinentes e comparativos que podem ser feitos em relação à eficiência da ação de classe norte-americana com a escolha brasileira da via arbitral como foro predominante de resolução de disputas societárias. A resposta para essa indagação, no entanto, deve ser tratada com a profundidade que merece em um artigo que lhe seja dedicado.

¹⁰³ Ver casos *AT&T Mobility v. Concepcion* (563 U.S. 333), 2011 e *Epic Systems Corp. v. Lewis*, (16-285), 2018.

5. CONCLUSÃO

Não há um consenso a respeito da eficiência da ação de classe como mecanismo de regulação do mercado de capitais norte-americano. Não se pode ignorar, no entanto, que há fortes evidências que trazem dúvida não só no cumprimento de seu papel indenizatório, como também em sua função de inibir condutas ilícitas.

O maior desvio, no entanto, não parece vir do instrumento processual da *class action*. Pelo contrário, o mecanismo facilita a agregação de demandas processuais e viabiliza o ajuizamento de pleitos que, caso fossem individualmente adjudicados, careceriam dos incentivos econômicos para o prosseguimento. A falha do sistema parece estar mais intimamente relacionada com a responsabilidade solidária da companhia e o seu consequente desembolso de capital em acordos celebrados com autores. Isso elide a responsabilização dos verdadeiros causadores das fraudes, que possuem incentivos econômicos para cometer atos ilícitos em detrimento do investidor.

Foi também verificado que, em litígios nos quais a companhia não pode realizar o pagamento do acordo e o seguro não cobre a indenização, a ação de classe é capaz de punir eficientemente os envolvidos na fraude.

A atuação do legislador e do julgador americanos, no entanto, não identificam corretamente o problema, de acordo com a doutrina analisada. Em vez de se discutir questões como a responsabilidade da companhia e um maior escrutínio do Judiciário na homologação dos acordos, o legislativo e as cortes decidiram criar maiores constrangimentos processuais para o ajuizamento e para a certificação da ação, respectivamente.

Isto posto, o futuro das ações de classe nos EUA parece um tanto sombrio. O ceticismo, quase generalizado, em relação à sua eficiência e sua vinculação, em geral errônea, com as *strike suits*, põe em xeque a utilização desse procedimento como mecanismo eficiente de regulação do mercado de capitais. A cada intervenção do legislador, maiores os riscos para os advogados dos autores, que irão escolher litígios contra companhias cada vez mais capitalizadas para compensar.

Com sorte, a discussão a respeito desse importante e precursor instrumento se tornará menos política e os especialistas em *litigation* nos EUA poderão mostrar soluções criativas para as novas barreiras que forem eventualmente criadas. Pode ser que, dessa maneira, um debate mais racional sobre o tema tome lugar, endereçando os problemas corretos para tornar a *securities class action* um mecanismo verdadeiramente eficiente no combate a fraudes no mercado norte-americano.

6. REFERÊNCIAS

MARTINS, Rafael. *A Class Action Brasileira: Uma oportunidade perdida*. In.: Revista Capital Aberto. Edição 59. 03.12.2016;

NAGAREDA, Richard A. Class Certification in the age of aggregate proof. **New York University Law Review**. Vol. 84:97. Abril de 2009.

MILLER, Arthur R. Simplified Pleading, meaningful days in court, and trials on the merits: reflections on the deformation of the federal procedure. **New York University Law Review**. Vol. 88:286. Abril de 2013

Lane & Powell. *Be Careful What You Wish For, Part II: Would Companies Be Better Off Without the Fraud-on-the-Market Doctrine* (Disponível em: <https://www.dandodiscourse.com/2017/02/13/be-careful-what-you-wish-for-part-ii-would-companies-be-better-off-without-the-fraud-on-the-market-doctrine/>). Acesso em 25.11.2018.

HENSLER, Debora H. The Future of Mass Litigation Under Foreign Legal Systems: Variations and Alternatives to American Class Actions. **George Washington Law Review**, v. 79, n. 2, 2011

MARCUS, David, The History of the Modern Class Action, Part I: Sturm Und Drang, 1953–1980. **Washington University Law Review**, v. 90, n. 3, 2013

KAUFMAN, Michael J; WUNDERLICH, John M. The Unjustified Judicial Creation of Class Certification Merits Trials in Securities. **University of Michigan Journal of Law Reform**. v. 43, n. 2, 2010

CHOI, Stephen J. **The Evidence on Securities Class Actions**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=528145>.

ROMANO, Roberta. The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, V. 7, n 1, 1 de Março de 1991

KOU, Julia C. Closing the loophole in the private securities litigation reform act of 1995. **New York University Law Review**. Vol. 73:253, abril de 1998

SILVER, Charles. "We are scared to death": Class certification and blackmail. **New York University Law Review**. Vol. 78:1357, Outubro de 2003

COFFEE, John C. Reforming the Securities Class Action: An Essay On Deterrence and Its Implementation. **Columbia Law Review**, vol. 106, n. 5, outubro de 2006

CARLETON, William T. et al., Securities Class Action Lawsuits: A Descriptive Study. **Arizona Law Review**, v. 38, 1996

O'HARE, Jennifer. **Preemption under the securities litigation uniform standards act: If it looks like a securities fraud claim and acts like a securities fraud claim, is it a securities fraud claim?**. Villanova University School of Law Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2004-19. Outubro de 2004

EIZERIK, Nelson. A "*Fraud-on-the-Market Theory* pode ser aplicada no Direito Societário Brasileiro?. In.: **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Org. FILHO, Alberto Venâncio et al. Editora Forense. São Paulo, 2017

CORNELL, Bradford; MORGAN, Gregory. Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases, 37 **UCLA Law Review**. 1990

COFFEE, John C; LAHAV, Alexandra. **Class Actions in the Era of Trump: Trends and Developments in Class Certification and Related Topics**. Memorandum for Annual American Bar Association National Institute on Class Actions, Washington - D.C. 2017

AGUILAR, Luis. **Empowering the markets watchdog to effect real results**. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/2009/spch011009laa.htm>

AGUILAR, Luis. Comm'r, Sec. Exch. Comm'n, Remarks at the Practising Law Institute's "SEC Speaks in 2009" Program: Increasing Accountability and Transparency to Investors (6 de fevereiro de 2009)

JACKSON, Howell. **Variation In The Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence And Potential Implications.** Harvard Law School Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper No. 521, 2005

SIMMONS, Laura E.; RYAN, Ellen. **Post-Reform Act Securities Settlements: 2005 Review and Analysis** (2005 Cornerstone Research)

BAI, Lynn Bai; COX, James D.; THOMAS, Rendall S. Lying and getting caught: an empirical study of the effect of securities class action settlements on targeted firms. **University of Pennsylvania Law Review**, v.158, 2010

COX, James D; THOMAS, Randall S. Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements, 58 **Stan. L. Rev.** 411, 2005

PRITCHARD, Adam. Who Cares? 80 **Wash. U. L. Rev.** 883, 2002

BRATTON, William W.; WATCHER, Michael L The Political Economy of Fraud on the Market. 60 **University of Pennsylvania Law Review.** 69, 2011

PRITCHARD, Adam C. Should Congress Repeal Securities Class Action Reform? **Policy Analysis.** n. 471, fevereiro de 2003

CHOI, Stephen J. **The Evidence on Securities Class Actions, Vanderbilt Law Review** 1465, 1469-74

ALEXANDER, Janet Cooper. Do the merits matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions, 43 **Stanford Law Review.** 497, 511-512, 1991

BAJAJ, Mukesh et al. Securities Litigation Settlements, 43 **Santa Clara Law Review.** 1001, 1010. 2003

BLACK, Bernard et al. Outside Director Liability, **Stan. L. Rev.** v. 58, nº1055, 2006. p. 1064

COX, James D. Making Securities Fraud Class Actions Virtuous. **Arizona Law Review**, v. 39, n. 497, 1997. p. 511