

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND

**A PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS À LUZ DO PROJETO DE
LEI Nº 2.925/2023**

RYAN DA SILVA COUTINHO

RIO DE JANEIRO
2023

RYAN DA SILVA COUTINHO

**A PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS À LUZ DO PROJETO DE
LEI Nº 2.925/2023**

Monografia elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção de grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Doutor Marilson Santana.**

RIO DE JANEIRO
2023

CIP - Catalogação na Publicação

C871p Coutinho, Ryan da Silva
A PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS À LUZ DO
PROJETO DE LEI N° 2.925/2023 / Ryan da Silva
Coutinho. -- Rio de Janeiro, 2023.
50 f.

Orientador: Marilson Santana.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.

1. Processo Civil. 2. Direito Comercial. 3.
Proteção a acionistas. 4. Projeto de lei n°
2.925/2023. I. Santana, Marilson, orient. II. Título.

RYAN DA SILVA COUTINHO

**A PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS À LUZ DO PROJETO DE
LEI Nº 2.925/2023**

Monografia elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção de grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Doutor Marilson Santana**.

Data: 27/11/2023

Banca Examinadora:

Marilson Santana

Eduardo Castelo Branco e Silva

Gabriel Guimarães Batista

Rio de Janeiro

2023

AGRADECIMENTOS

Acima de tudo, agradeço a Deus por guiar minhas mãos em toda essa trajetória e permitir as vitórias que alcancei. Se for da vontade Dele, esses haverão sido apenas os primeiros 5 anos em uma longa caminhada no mundo jurídico.

Agradeço minha mãe, que me incentivou em cada passo dessa trajetória e me apoiou incondicionalmente na decisão de alterar carreiras para o Direito.

Aos meus avós, que sempre terão um lugar especial no meu coração como meus segundos pais. Uma das minhas maiores alegrias foi proporcionar a eles o orgulho de me ver agarrar esse diploma.

Ao meu tio Vinicius, uma das minhas maiores inspirações para a decisão de escolher o Direito. Genuinamente um pai.

Ao meu tio Paulo Victor, que esteve ao meu lado durante toda minha infância e me ensinou, através de seus atos, o significado de lealdade — com Deus, família e amigos.

A minha namorada, por ser meu suporte nos momentos difíceis e minha alegria nos momentos felizes. Nosso futuro juntos dá significado a todos os desafios do presente. Te amo, Emily.

Ao maior amigo que fiz na faculdade, João Pedro Gorla, por tornar suportáveis esses 5 anos de graduação.

Por fim, ao meu irmão, Nicholas, que em 6 anos de vida me ensinou lições que carregarei até meu último suspiro. Maior do que a tristeza de não o ter mais ao meu lado é a alegria dos anos que passamos juntos. Meus olhos se enchem de lágrimas todas as vezes que lembro que não ouvirei sua risada, mas tenho certeza que você se encontra em um lugar melhor.

RESUMO

A despeito do importante papel dos acionistas minoritários na estrutura das sociedades anônimas, desde a concepção das companhias de capital aberto os direitos dos acionistas continuamente são violados. Através de uma análise histórica de como se manifestam tais rupturas entre os direitos e interesses dos acionistas minoritários e os atos efetivamente praticados pelas companhias, o presente trabalho se propõe a examinar a proteção dos acionistas minoritários sob a ótica do Projeto de Lei nº 2.925/2023, este que visa implementar características comuns do direito anglo-saxão — tais como as *class actions* — ao direito brasileiro.

Palavras-Chave: Processo Civil. Direito Comercial. Acionistas Minoritários. Ações Coletivas. Projeto de Lei nº 2.925/2023.

ABSTRACT

Despite the important role of minority shareholders in the structure of corporations, since the inception of publicly traded companies, shareholders' rights have been continually violated. Through a historical analysis of how such ruptures between the rights and interests of minority shareholders and the acts actually carried out by companies manifest themselves, this paper sets out to examine the protection of minority shareholders from the perspective of Bill n. 2.925/2023, which aims to implement common features of Anglo-Saxon law - such as class actions - into Brazilian law.

Keywords: Civil procedure. Commercial Law. Minority Shareholders. Class Actions. Bill n. 2.925/2023.

LISTA DE ABREVIATURAS E DEFINIÇÕES

§/§§	Parágrafo/Parágrafos
Art./Arts.	Artigo/Artigos
S.A.	Sociedade Anônima
<i>bewindhebbers</i>	Diretores
<i>Heeren XVII</i>	17 lordes da Companhia Holandesa das Índias Orientais
Lei dos Entraves	Lei nº 1.083/1960
Lei das S.A.	Lei nº 6.404/76
<i>shareholder value</i>	Valor dos acionistas; na teoria clássica, intrinsecamente ligado ao valor das ações
<i>shareholder primacy theory</i> ou <i>shareholder theory</i>	Teoria da primazia do valor dos acionistas
<i>shareholder value maximization</i>	Maximização do valor dos acionistas, representado através do aumento do valor das ações
Projeto de Lei	Projeto de Lei nº 2.925/2023
Lei da ACP	Lei nº 7.347/85
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CDC	Lei nº 8.078/90
STF	Supremo Tribunal Federal

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	5
I. EMBATE HISTÓRICO: UMA LUPA SOBRE OS CONFLITOS ENTRE ACIONISTAS E CONTROLADORES	9
II. INTERESSE DOS ACIONISTAS E CONCEITO DE SHAREHOLDER VALUE....	20
III. A PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO PROJETO DE LEI nº 2.925/2023.....	28
IV. CONCLUSÃO	45
V. REFERÊNCIAS	47

INTRODUÇÃO

Não seria exagero algum afirmar que o desenvolvimento das Sociedades Anônimas (“S.A.”), consequência direta das lucrativas oportunidades apresentadas pelo Novo Mundo, reverberou de forma ainda maior, alterando as estruturas sociais ao redor de todo o globo.

Desde a concepção inicial da primeira S.A., a Companhia Holandesa das Índias Orientais no século XVII, duas noções ficaram bem claras: primeiro, a escala sem precedentes que esse tipo de empreendimento poderia alcançar, diante do fascínio que transcorria as mais diversas alas da sociedade, de serventes a magnatas; e, segundo, os riscos inerentes à posição dos acionistas não controladores, que ficaram à mercê dos diretores quanto à distribuição dos dividendos e o acesso restrito aos livros financeiros da companhia.

Neste sentido, não é exagero dizer que na raiz das sociedades anônimas existe uma dicotomia formada entre os interesses particulares dos controladores — seja em termos de abordagem de negócio ou modelo de gestão — em contrapartida aos interesses da massa de acionistas, os quais podem ser sintetizados, de forma redutiva, no aumento no valor dos papéis comercializados.

Portanto, ainda que as S.A., através de um prisma histórico, tenham surgido como um mecanismo de concentração de capital para alcançar fins econômicos cada vez maiores e mais ousados, distribuindo e mitigando as possíveis perdas individuais de cada investidor, a garantia de que os lucros fossem divididos de forma proporcional ao investimento/risco assumido nem sempre se consubstanciava. A exemplo disso, basta ver que, *a contrario sensu* do que havia sido estabelecido na carta de concessão dos Países Baixos, ultrapassados dez anos de criação da Companhia Holandesa das Índias Orientais, não foi disponibilizado aos acionistas o direito de se retirar com seu capital investido, restando como única alternativa aos que assim optassem a venda de seus papéis a outros investidores.

Com o avanço dos meios de comercialização de valores mobiliários, as sociedades anônimas encontraram solo fértil para a disponibilização de suas ações, assim como foi facilitado o comércio entre acionistas e investidores interessados. No entanto, como se percebeu no parágrafo anterior, em regra esta relação de controle acionista não se revela de forma direta.

E nem poderia ser desta forma, visto que a vasta comercialização nas bolsas de valores traria um controle quase anárquico às companhias abertas, caso fossem considerados os desejos de cada acionista.

Por esta razão, as ações passaram a ser divididas entre aquelas que possuem direito a voto e, de outro lado, as que possuem direito à preferência na distribuição de dividendos, sendo este um grande demarcador do poder de controle nas sociedades anônimas.

A diferença entre esses dois tipos de ação, contudo, não é a causa principal da vulnerabilidade dos acionistas minoritários aos atos praticados pelos controladores, posto que até mesmo aqueles com direito a voto estão submetidos ao poder de controle daqueles que administram a companhia.

Com a popularização da compra de papéis — em grande parte alavancada pelas redes sociais *online* e cada vez mais adotada pela classe média como forma de combate à inflação que atinge suas reservas financeiras —, a relevância de um estudo que aborde as ferramentas necessárias para a proteção dos interesses dos pequenos acionistas evidencia-se por si só. E caso haja qualquer dúvida quanto à pertinência da matéria, resta tão somente avaliar os impactos da falta de conhecimento dos inexperientes investidores na crise especulativa brasileira de 1971, que viram sua renda desaparecer do dia para a noite.

A proteção dos acionistas minoritários, portanto, é questão que merece uma análise de destaque. Isto porque, por um lado, os empreendedores fundadores de uma companhia podem se ver um dia como minoritários, tornando relevante a proteção de seus interesses que por muitas vezes se alinham à missão e aos valores originários da companhia. Por outro lado, o papel dos pequenos investidores para a manutenção do fluxo de capital no mercado de valores mobiliários é um dos mais importantes pilares do sistema econômico contemporâneo.

Assim, para que se possa identificar de forma clara a posição vulnerável dos acionistas minoritários, este estudo perpassará a construção histórica das sociedades anônimas — com enfoque nos desenvolvimentos brasileiros iniciados no século XIX —, discorrerá sobre os fatores que compõem o chamado “interesse da companhia”, atributo fortemente carregado de subjetividade, antes de, por fim, analisar os mecanismos propostos no Projeto de Lei nº 2.925/2023 para assegurar a proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

Além de as considerações apresentadas sobre o referido projeto de lei se prestarem a solidificar as bases teóricas para futuros estudos sobre a temática dos direitos dos acionistas, as comparações realizadas com o direito anglo-saxão, em especial no que concerne as *class actions*, também possuem a intenção de fomentar discussões referentes a algumas das melhores práticas internacionais em garantia dos interesses dos acionistas.

Antes de propriamente adentrar as razões pelas quais o referido projeto de lei revoluciona a proteção dos acionistas minoritários no Brasil, demonstrar-se-á o conflito histórico entre controladores e acionistas, com raízes que se estendem desde a primeira companhia de capital aberto da história, perpassando a Lei dos Entraves e o período do encilhamento no Brasil — enquanto ainda jovem país independente — e culminando em medidas adotadas pelos administradores até o presente dia.

Em seguida, a fim de contextualizar o conflito entre os interesses dos acionistas e os interesses dos controladores da companhia, serão expostas as diferenças entre os pontos de vista institucionalista e contratualista de empresa, com uma análise da teoria da primazia do valor dos acionistas, parâmetro amplamente utilizado no mercado de capitais para avaliar a rentabilidade de uma companhia de capital aberto.

No capítulo seguinte, abordar-se-á o desenvolvimento do microsistema de tutelas coletivas no Brasil, especificamente no que concerne a defesa dos direitos dos acionistas minoritários como classe. Considerando as semelhanças entre a propostas do Projeto de Lei nº 2.925/2023 e o direito anglo-saxão, discorrer-se-á brevemente sobre o desenvolvimento das *class actions* nos ordenamentos britânico e americano.

Por fim, examinam-se as possíveis interações entre as propostas do projeto de lei e o vigente Código de Processo Civil, desde (i) as condições da ação e os requisitos formais para seu ajuizamento, (ii) características que definem um grupo de acionistas como classe e os legitimam, no âmbito previsto no projeto de lei, a postular a ação, e (iii) a eficácia das sentenças poderão ser proferidas nesses casos, assim como seus efeitos, utilizando-se das ações coletivas consumeristas como ponto de comparação.

No mais, deve-se sempre considerar que o ônus financeiro associado ao ajuizamento de ações judiciais no Brasil constitui uma preocupação real àqueles que postulam seu direito sem os benefícios da gratuidade de justiça, em especial em casos de alto valor, cujas taxas iniciais e honorários sucumbenciais podem alcançar valores astronômicos, razão pela qual a tutela coletiva seria preferível até mesmo no tocante à distribuição dos custos associados à ação.

A tutela dos direitos dos acionistas desempenha um papel crucial no contexto do mercado internacional. Um ordenamento jurídico consolidado e robusto pode, inclusive, ser o diferencial para a escolha dos países em que certas companhias investirão seu capital. Isso porque, certos negócios, como, por exemplo, na indústria do petróleo, exigem investimentos que alcançam cifras bilionárias.

Nesse contexto, não se pode perder de vista que as leis de um país desempenham um papel preponderante na atração de negócios internacionais, sendo imprescindíveis para a criação de um ambiente jurídico estável e previsível. A consistência, clareza e aplicação uniforme das regras normativas conferem segurança jurídica aos investidores estrangeiros, mitigando incerteza e os riscos inerentes às operações comerciais, razão pela qual mecanismos bem fixados para a tutela dos direitos dos acionistas minoritários, que se comuniquem e estejam em conformidade com o Código de Processo Civil e o ordenamento jurídico no geral, tornam-se essenciais para a operação de uma tão economia internacionalizada quanto a brasileira.

I. EMBATE HISTÓRICO: UMA LUPA SOBRE OS CONFLITOS ENTRE ACIONISTAS E CONTROLADORES

“But how much power did even large shareholders have? Little. When the Company's directors petitioned the government to be released from their obligation to publish ten-year accounts in 1612 - the date when investors were supposed to be able to withdraw their capital if they chose to - permission was granted and publication of the accounts and the repayment of investors' capital were both postponed. The only sop to shareholders was that in 1610 the Seventeen Lords agreed to make a dividend payment the following year, though at this stage the Company was so strapped for cash that the dividend had to be paid in spices”.¹

Não se pode negar que a história das sociedades anônimas está intrinsicamente ligada à ascensão da burguesia e do sistema bancário europeu. No entanto, para que a semente pudesse geminar, era necessário um incentivo ainda maior aos mercados, o que veio de fato a ocorrer com o fluxo financeiro que parecia infindável, derivado do lucrativo comércio intercontinental de especiarias.²

Para que se defina a real gênese das sociedades anônimas, antes cumpre-se necessário definir o conceito do termo e, assim, se possa deslindar a controvérsia doutrinária acerca do tema.

Neste sentido, aderindo às palavras de VIDAL (1993), docente da Faculdade de Direito da antiga Universidade de Nice-Sophia-Antipolis (atualmente Université Côte-d'Azur), adota-se o conceito do Direito Francês, no qual “a sociedade anônima é a sociedade na qual o capital é dividido em ações e que é constituída entre sócios que suportam apenas as perdas referentes aos seus aportes de capital”.³

¹ “Mas qual era o poder dos grandes acionistas? Pouco. Quando os diretores da empresa pediram ao governo para serem liberados da obrigação de publicar contas de dez anos em 1612, a data em que os investidores deveriam poder retirar seu capital se quisessem, a foi concedida permissão à companhia e a publicação das contas e o reembolso do capital dos investidores foram adiados. O único alívio para os acionistas foi que, em 1610, os 17 lordes concordaram em pagar dividendos no ano seguinte, embora nesse momento a companhia estivesse tão desprovida de dinheiro que o dividendo teve de ser pago em especiarias” (FERGUSON, Niall. *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. New York: Penguin Books, 2009. p. 131 – tradução nossa).

² FRENTOP, Paul. *A History of Corporate Governance 1602--2002*. Amsterdam: Deminor, 2003. pp. 49-51.

³ VIDAL, Dominique. *Droit des Sociétés*. 3ª Edição. Paris: L.G.D.J, 1993, p. 451.

Através dessa definição, não restam dúvidas que a primeira S.A. da história com tais características surgiu no século XVII, com o nascimento da Companhia Holandesa das Índias Orientais em 1602 e, desde então, mantém-se uma trajetória constante de evolução da pessoa jurídica, mas sem uma perda do liame do seu desenvolvimento.⁴

Como antecipado, contudo, existem correntes doutrinárias divergentes, as quais consideram outras instituições como espécies de sociedades anônimas originárias, merecendo destaque o Monte dos Justinianos e o Banco de São Jorge, ambos formados em diferentes momentos da história de Gênova, no norte da Itália.

Em sua *Storia Universale del Diritto Commerciale*, GOLDSCHMIDT (1913) entende que a *Maona dei Giustiniani* (também conhecida como *Maona di Chio e di Focea*⁵), por suas características como uma sociedade de cooperação com as despesas divididas em *loca* (partes), representaria o princípio do conceito das sociedades de ação, o qual evoluiria ao longo dos anos para as reconhecidas sociedades anônimas.⁶

Com criação um pouco distinta, a *Casa delle compere e dei banchi di San Giorgio* (posteriormente denominada *Banco di San Giorgio*), fundada em 1407, possuía como principal interesse o retorno das vastas quantias emprestadas pelos cidadãos à República de Gênova, em razão da guerra travada com Veneza, rival cidade mercantil. Finda a guerra e esgotados os cofres da república, os credores organizaram-se em um conselho de cem participantes, dos quais foram selecionados oito cidadãos para representar os interesses do que veio a ser chamado de Banco de São Jorge, com os créditos divididos em títulos distribuídos de forma proporcional às quantias emprestadas, os quais podiam ainda ser vendidos a terceiros.⁷

⁴ FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, 4º vol. São Paulo: Saraiva, 1960. p. 12.

⁵ Para George Finlay, o Monte de Quios e de Focea é o primeiro exemplo encontrado na história de uma administração territorial gerida por uma companhia de acionistas de um diferente país. De acordo com o autor, a criação da companhia possui um certo caráter acidental, derivado da tentativa de suprir a demanda por vinte e nove galeões necessários para a conquista da ilha de Quios e do porto de Focea. No entanto, diferentemente do modelo de sociedades anônimas reconhecido atualmente, o governo de Gênova garantiu integralmente as perdas dos “acionistas” que se subscrevessem ao empreendimento. (FINLAY, George. *The history of Greece under Othoman and Venetian domination*. Londres: W. Blackwood and Sons, 1856. pp. 86–87).

⁶ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Milão: Torino, 1913. pp. 231 e ss.

⁷ FERREIRA, Waldemar. op. cit. pp. 8/10.

A grande distinção que pode ser traçada entre tais “sociedades anônimas” e o modelo que veio a ser incorporado pela Companhia Holandesa das Índias Orientais, é a existência de um estatuto que regulasse a relação entre os participantes, a forma da companhia e os direitos daquele que possuíssem títulos de créditos, como a responsabilização dos acionistas limitada ao valor investido.

Como bem destaca o VERÇOSA (2011), não se pode afirmar que os títulos mencionados correspondiam às ações das modernas sociedades anônimas,⁸ inexistindo traço histórico linear que conecte as companhias de Gênova às S.A. dos dias de hoje. Por outro lado, a história da Companhia Holandesa das Índias Orientais apresenta um liame histórico ininterrupto entre sua criação e a evolução das sociedades anônimas como interpretadas nos mais diversos ordenamentos jurídicos.

Para demonstrar as razões pelas quais a referida companhia é majoritariamente aceita como a primeira sociedade de ações da história, faz-se necessário contextualizar o momento histórico de sua criação. Se, por um lado, a Companhia Holandesa das Índias Orientais dotava de aporte capital privado de investidores interessados na lucrativa comercialização de especiarias, por outro lado não se pode ignorar que as atividades exercidas por essa companhia — e das subsequentes sociedades de ações criadas à época — imiscuíam-se às atividades próprias do Estado, principalmente a conquista e colonização de novas terras.⁹

Antes da fundação da Companhia Holandesa das Índias Orientais, operavam nos Países Baixos em torno de seis companhias marítimas de importação de especiarias, que funcionavam em termo limitado. Isso quer dizer que os investimentos eram aplicados tão somente na viagem realizada, ao invés de serem compradas parcelas da companhia, com o retorno dos ganhos adstritos a cada jornada.¹⁰

Esse modelo de negócios, no entanto, não era capaz de financiar os recursos necessários para a manutenção de centros de operação permanentes no trajeto das especiarias, especialmente ao se considerar a necessidade de bases e fortificações para a proteção dos navios

⁸ VERÇOSA, Haroldo M. D. *Curso de Direito Comercial*. 3ª Ed, 3º Vol. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 45.

⁹ *Ibid*, p. 47.

¹⁰ FRENTOP, Paul. *op. cit.* pp. 49/51.

holandeses dos ataques portugueses e espanhóis, durante a guerra entre a Holanda e a União da Coroas Ibéricas.

Assim, com fundamento mais estratégico do que econômico, o parlamento das Províncias Unidas Holandesas propôs a fusão das seis companhias em uma única entidade, resultando na criação da *Vereenigde Nederlandsche Geocroyeerde Oostindische Compagnie* (em tradução livre, Companhia Majestática Holandesa das Índias Orientais), com concessão formal do governo conferida em 1602 para o monopólio de todo o comércio holandês a leste do Cabo da Boa Esperança.¹¹

Em diversos pontos, a estrutura da Companhia Holandesa das Índias Orientais era revolucionária à época. Ainda que em um primeiro momento a intenção fosse que a sociedade adotasse o padrão de suas predecessoras e funcionasse em duração limitada — de acordo com o Artigo 7 da Carta de Concessão,¹² a companhia operaria pelo prazo de vinte e um anos —, a companhia se manteve em operação por quase dois séculos.¹³

Mas, além disso, a escala da operação não possuía precedentes. Dois principais pontos separavam a Companhia das Índias Orientais das outras sociedades de seu tempo. Primeiro, a subscrição das ações da companhia foi aberta a todos os cidadãos das Províncias Unidas da Holanda, com mercadores, artesãos e operários dos mais diversos setores adquirindo ações da sociedade. Para que se visualize o escopo da operação, estima-se que apenas em Amsterdam aproximadamente mil cidadãos subscreveram ações da sociedade, dentre os quais apenas oitenta investiram mais de 10.000 florins neerlandeses, enquanto mais de quatrocentos investiram quantias inferiores a 1.000 florins neerlandeses.¹⁴

Porém, ainda mais extraordinário foi o valor arrecadado: sem um limite máximo fixado, os investimentos angariados para o início da operação alcançaram a monta de 6,45 milhões florins neerlandeses, tornando a Companhia Holandesa das Índias Orientais, ainda em sua

¹¹ GOETZMANN, William N. JORION, Philippe. *Global Stock Markets in the Twentieth Century*. Journal of Finance, v. 54, n. 3, jun. 1999. pp. 953/988.

¹² REYNDERS, Peter. GERRITSEN, Rupert. *A translation of the Charter of the Dutch East-Indies Company (Vereenigde Oostindische Compagnie or VOC): granted by the States General of the United Netherlands, 20 march 1602*. Canberra: Australia on the Map Division of the Australasian Hydrographic Society, 2011, p. 5.

¹³ A Companhia das Índias Orientais formalmente iniciou suas operações em 1602 e cessou de existir em 1799.

¹⁴ FINDLAY, Ronald. O'ROURKE, Kevin H. *Power and Plenty: Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium*. Princeton: Princeton University Press, 2007. p. 178.

concepção, a maior corporação da era. Apenas a título de comparação, a Companhia Britânica das Índias Orientais, fundada dois anos antes sem emissão pública de ações, havia arrecadado menos de 1/7 desse valor.¹⁵

Para a administração da companhia, as províncias holandesas apontariam um total de 70 diretores (“*bewindhebbers*”), os quais, na forma da carta majestática de concessão, seriam responsáveis pela votação de 17 pessoas para atuarem como o *Heeren XVII* (“os dezessete lordes”, em tradução livre), uma espécie de Conselho de Administração da sociedade responsável pela gestão de todos os negócios celebrados pela companhia.¹⁶

Com a carta majestática de concessão em mãos e investimentos muito acima do esperado, foram estabelecidas certas obrigações à sociedade, dentre as quais a possibilidade de cada investidor se retirar da companhia com a integralidade de seu capital investido após transcorridos 10 anos e o pagamento de dividendos tão logo fosse gerado lucro equivalente a 5% do capital inicial da companhia.¹⁷

Para sua operação, era necessário o estabelecimento de diversas rotas comerciais e postos de reabastecimento. Inicialmente, o plano da companhia era erigir uma série de fábricas em territórios conquistados, variando desde refinarias de nitrato de potássio — elemento necessário para a produção de pólvora¹⁸ — até fábricas têxteis, na intenção de comercializar nas “Índias” os produtos industrializados em troca de especiarias, que seriam vendidas nos mercados europeus.¹⁹

No entanto, ao contrário das expectativas, a Companhia Holandesa das Índias Orientais não apresentou imediato sucesso comercial. Entre sucessos e derrotas contra as frotas

¹⁵ FRENTOP, Paul. op. cit. p. 59.

¹⁶ “Com a frequência necessária, realizar-se-á uma assembleia geral ou um conselho composto pelas câmaras acima referidas, com dezassete pessoas. Nela, a Câmara de Amsterdã deve aparecer com oito, a Zelândia com quatro, duas da Câmara do Mosa e duas da Holanda do Norte, desde que a décima sétima pessoa seja nomeada alternadamente pelas Câmaras da Zelândia, do Mosa e da Holanda do Norte, e seja eleita por maioria de votos. Todos os assuntos desta Companhia serão tratados por estas pessoas”. REYNDERS, Peter. GERRITSEN, Rupert. op. cit. p. 7 (tradução nossa).

¹⁷ “After ten years anyone may depart the Company and take his capital with him [...]. As soon as 5% of a return cargo has been cashed shall it be distributed to the participants”. Ibid, p. 7.

¹⁸ BRUNNING, Andy. *The Chemistry of Gunpowder*. Compound Interest. Cambridge, 02 de julho de 2014. Disponível em: <https://www.compoundchem.com/2014/07/02/the-chemistry-of-gunpowder/>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

¹⁹ FERGUSON, Niall. op. cit. p. 130.

combinadas das coroas portuguesa e espanhola, quando os Países Baixos firmaram uma trégua em 1608 com a Espanha, a Companhia das Índias Orientais havia conquistado maior sucesso capturando navios inimigos do que em atos propriamente comerciais.²⁰

No que pode ser considerado o primeiro ato de ativismo acionário da história, em resposta aos atos beligerantes da companhia um dos maiores investidores, Mennonite Pieter Lijntjens, retirou todo o seu investimento da companhia. O comportamento bélico da Companhia Holandesa das Índias Orientais alcançou tamanha proeminência que até mesmo um de seus diretores, Isaac le Maire, renunciou ao cargo na diretoria, em razão do que ele considerava como má-administração dos negócios da companhia, que se voltava mais à violência do que ao comércio transcontinental.²¹

Apesar dos mencionados atos de resistência dos acionistas contra atos considerados contrários aos valores e interesses da companhia, os acionistas detinham pouquíssimo poder para intervir nos negócios ou tornar manifestos seus desejos. Como já mencionado, um dos deveres assumidos pela sociedade envolvia a publicação das finanças da companhia, para que, transcorrido o prazo de 10 anos, fosse oportunizado aos acionistas se retirar do negócio com a integralidade do capital investido, caso assim lhes interessasse.

Contudo, completamente ao averso àquilo estabelecido na carta majestática de concessão, os diretores da companhia peticionaram ao governo holandês solicitando a liberação da obrigação de tornar públicas as finanças. Não apenas o governo liberou a companhia do compromisso de publicar os registros financeiros, como também adiou a obrigação de possibilitar aos acionistas a retirada de seu investimento, fazendo com que aqueles interessados em se retirar do investimento fossem obrigados a vender suas *partijen* ou *actien* (“ações”) a outros investidores interessados.

Esse foi apenas um dos reflexos da situação financeira da companhia à época. As adversidades enfrentadas no empreendimento, somadas às más decisões administrativas que drasticamente reduziram a liquidez de seus ativos levaram com que, no momento do primeiro

²⁰ SLUITER, Engel. *Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585 -1641*. Vol. 11, n. 1. California: University of California Press: 1942. p. 33.

²¹ FERGUSON, Niall. op. cit. p. 69.

pagamento de dividendos da companhia, ao invés de pagamento em dinheiro fossem distribuídas porções de especiaria aos acionistas.²²

Não surpreende, portanto, que o nascimento da Companhia Holandesa das Índias Orientais — primeira sociedade de ações da história — tenha sido seguido por outro elemento tão intrinsecamente ligado à concepção contemporânea de companhias abertas: o mercado de ações. Já em 1607, meros 5 anos após o início das operações da companhia, mais de 1/3 de suas ações haviam sido transferidas dos acionistas originários a outros investidores, demonstrando que ainda que não houvesse liquidez nos ativos da própria companhia, seus papéis comercializavam-se com facilidade.²³

Por fim, finalizando a fundação triangular dos novos mecanismos comerciais, em 1609 foi fundado o *Amsterdamsche Wisselbank* (em tradução livre, Banco de Câmbio de Amsterdam), como o primeiro banco público da história a oferecer notas não associados diretamente ao teor de metal das moedas, efetivamente desassociando a conexão entre as moedas em circulação — cada vez mais diluídas em seu índice de metais preciosos — e a qualidade da prata utilizada pelas casas da moeda holandesas na produção dos *florins*. Neste sentido, o Banco de Amsterdam, como veio a ser conhecida a instituição, pode inclusive ser considerado como o primeiro verdadeiro banco central, fornecendo àqueles que comercializavam por meio de suas cartas de crédito uma proteção contra pagamento em moedas diluídas.²⁴

Essa maior padronização do sistema monetário holandês, somado ao maior capital em circulação por meio das cartas de crédito, foi responsável por fechar o círculo de uma das mais surpreendentes inovações da história da humanidade e que viria a se tornar a base do sistema financeiro do mundo contemporâneo: (i) companhias de capital aberto, (ii) comercializadas na bolsa de valores, (iii) através de créditos fornecidos por instituições financeiras.

²² NEAL, Larry. *Venture Shares of the Dutch East India Company*. In: GOETZMANN, William N. ROUWENHORST, Geert. (Org.). *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. New York: Oxford University Press, 2005. p. 167.

²³ *Ibid.* p. 169.

²⁴ QUINN, Stephen; ROBERDS, William. *An economic explanation of the early Bank of Amsterdam, debasement, bills of exchange, and the emergence of the first central bank*. Working Paper, Atlanta, n° 2006-13, pp. 7/8, set/2006.

O significativo passo seguinte adotado à época foi a adoção, por parte dos bancos, de pagamentos realizados através de ações da Companhia Holandesa das Índias Orientais, não apenas fortalecendo a ligação entre a supramencionada estrutura triangular, como também fomentando o interesse das instituições financeiras no sucesso da companhia.²⁵

No entanto, a despeito da estrutura formada em torno da Companhia Holandesa das Índias Orientais — a qual estabeleceu a base para a subsequente formação da Companhia Holandesa das Índias Ocidentais —, as companhias holandesas não apresentaram imediato sucesso em seus empreendimentos comerciais, explicando o comportamento belicoso anteriormente mencionado. Como destacado por VERÇOSA (2011) ao brevemente discorrer sobre a história das primeiras sociedades por ações:

“No caso dos holandeses, a tomada de Olinda, em Pernambuco, e seu estabelecimento no Nordeste do Brasil mostraram que entre suas preferências estava a de buscarem regiões já dotadas de infraestrutura nas quais se explorava uma atividade lucrativa. Para a Companhia Holandesa das Índias Ocidentais, a partir de uma visão político-estratégica desenvolvida na Europa, era muito melhor tomar uma possessão portuguesa bem-sucedida no Brasil que se aventurar na construção de toda uma nova colônia em outras plagas”.²⁶

Isso se explica precisamente através da mencionada “visão político-estratégica”, que tão bem ressaltada na doutrina. Através desse prisma, torna-se claro que as companhias de comércio e exploração holandesas se dividiam entre os interesses políticos da República dos Países Baixos — especialmente no tocante à guerra então travada com as coroas ibéricas unidas — e os interesses dos acionistas, que variam desde a maximização do valor acionário até formas de gestão da companhia. A título de exemplo deste último, apenas rememorar os casos mencionados de Mennonite Pieter Lijntjens e Isaac le Maire, que se posicionaram contrários à postura beligerante da Companhia Holandesa das Índias Orientais.

Por essa linha, nota-se que essas primeiras companhias surgiram como expressão direta do direito público, com funções associadas diretamente aos interesses do Estado. De acordo com FERREIRA (1885), a companhia criada na gênese do conceito de sociedade de capital aberto, a Companhia Holandesa das Índias Orientais, surgiu com a finalidade multivalente de conquista, colonização e exploração do comércio das novas áreas descobertas no período das

²⁵ FERGUSON, Niall. op. cit. p. 132.

²⁶ VERÇOSA, Haroldo M. D. op. cit. p. 47.

grandes navegações. Ainda para o autor, o valor levantado pela companhia, ao disponibilizar suas ações ao público, revela o interesse majoritário dos acionistas nos lucros que tal atividade pudesse produzir.²⁷

Da igual forma, a segunda das grandes companhias holandesas de navegação, a Companhia Holandesa das Índias Ocidentais, foi criada em 1621 com a finalidade de cooperação na guerra contra as coroas ibéricas, especificamente visando a ocupação das colônias portuguesas no Brasil.²⁸

Como se percebe, através da ótica apresentada pelo autor, as companhias abertas holandesas surgiram a partir de interesses estatais fundados de forma sem precedentes pelas mais variadas camadas da sociedade que, de forma simples e direta, buscavam oportunidades de multiplicar suas reservas financeiras.²⁹

Em outro importante salto histórico, a Revolução Francesa seria o momento em que as companhias abertas ingressariam de fato no direito privado, com a abolição dos privilégios das corporações de ofícios.³⁰ A partir de então, adotou-se uma prática de livre comércio que limitava a atuação estatal à autorização do funcionamento das companhias, como ainda mantido até os dias atuais para companhias fechadas em alguns setores da economia e para companhias de capital aberto.

É nesta esteira de desenvolvimentos da concepção geral de companhia que se insere o Código de Comercial Francês de 1807, primeiro diploma legislativo a recepcionar as sociedades anônimas. Já entendida, à época, a posição desfavorável dos acionistas minoritários, o código condicionava a criação de qualquer sociedade anônima à autorização governamental,³¹ sob o fundamento de que tamanho controle poderia evitar prejuízos aos acionistas, ao crédito geral e ao público.

²⁷ FERREIRA, Waldemar. op. cit. pp. 12/14.

²⁸ Ibid.

²⁹ Cumpre destacar, no entanto, a visão divergente de Tullio Ascarelli, para quem não havia uma disciplina geral para as companhias, surgindo cada uma delas com individualidade própria, retirando tão somente seu fundamento da carta majestática de concessão que as criava (ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2ª ed. São Paulo: Quorum, 2008. p. 315).

³⁰ VERÇOSA, Haroldo M. D. op. cit. p. 48.

³¹ Ibid.

Por sua vez, mais de 40 anos depois, o Código Comercial Brasileiro (Lei nº 556/1850) dispensou apenas cinco artigos referentes ao regramento das sociedades anônimas, através de uma inspiração indireta do Código Comercial Francês, passando pelo Código Comercial de Portugal.

Para Waldemar Ferreira, a razão do tratamento empobrecido das companhias abertas pelo Código Comercial Brasileiro estava diretamente associada ao fato de que nosso país possuía baixíssimo número de companhias com capital aberto.³²

Nada obstante, desde a promulgação do referido diploma legal os comerciantes nacionais combateram veementemente a necessidade de “autorização do Governo”, conforme estabelecido no art. 295 da Lei nº 556/1850. Isso porque, a necessidade de autorização governamental era uma exigência que desgastava sobremaneira os interessados, com processos longos e extremamente burocratizados, os quais, por vezes, levavam anos até sua conclusão, inclusive ocasionando “vexames” aos empresários em potencial, como informava Mendonça em seu Tratado de Direito Comercial Brasileiro.³³

Sob forte pressão dos industrialistas e especuladores da época, algumas décadas depois tais restrições autorizativas para a criação de uma companhia de capital aberto foram derrubadas. A revogação da Lei nº 1.083/1860 (“Lei dos Entraves”)³⁴ em 1882, culminou em um aquecimento da bolsa de valores do Rio de Janeiro que, somado aos incentivos comerciais erigidos após a abolição da escravatura, gerou todas as condições necessárias para um “estouro da manada” nos mercados de capital da época.

Tal período, denominado “*encilhamento*”, viu uma legislação que progressivamente buscava fomentar a industrialização do Brasil ser deturpada pelos mais diversos empreendedores aventureiros, que prometiam ofertas de negócios completamente fictícias sem qualquer fundamento econômico para lastrear as propostas e, quando não as conseguiam cumprir, simplesmente lançavam novas subscrições no mercado. Nas palavras de Mendonça:

³² FERREIRA, Waldemar. op. cit. pp. 22/23.

³³ MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Vol. 3. São Paulo: Russell, 2003. p. 273.

³⁴ Em síntese, tal lei, em seu art. 1º, estabelecia que nenhum banco criado por decreto do Poder Executivo poderia emitir notas em quantias superiores ao seu estoque de ouro, atrelando os papéis brasileiros ao metal, como forma de controlar a inflação.

“Nesse período dizia o Presidente da Câmara Sindical dos Corretores de Fundos Públicos do Distrito Federal, ‘muitas, muitíssimas sociedades anônimas foram criadas e seus títulos, sob pomposos prospectos, lançados à voracidade da praça, sem que à sua admissão precedesse o menor estudo da parte daqueles a quem competia verificar a sua legitimidade, sendo que a avidez do ganho supria toda a calma e circunspeção necessárias. Dessas empresas, em número aproximado de 1.150, representando exagerado capital de 1.361.530:000\$000, poucas sobreviveram ao encilhamento, e, das que ainda por aí se arrastam, levando vida efêmera, quantas terão o direito de legalmente serem apresentadas na Bolsa?’”³⁵

Esses movimentos históricos tornam clara a dificuldade de legislar sobre companhias de capital aberto. Por um lado, a regulação exacerbada suprime as capacidades dos empresários com legítimos interesses; por outro lado, a ausência de regulação leva a uma especulação desenfreada, responsável por algumas das maiores crises econômicas da história. Neste sentido, tornam-se valiosíssimas as palavras do supracitado doutrinador: “a boa lei sobre esse assunto [regulação de companhias] não deve conter uma regulamentação draconiana nem consagrar a liberdade anárquica”.³⁶

³⁵ Ibid. pp. 282/283.

³⁶ Ibid. p. 284.

II. INTERESSE DOS ACIONISTAS E CONCEITO DE SHAREHOLDER VALUE

“Only 35% of the large corporations across the world address the importance of shareholders as compared to 43% that make reference to corporate social responsibility. Most firms are not even willing to mention shareholders in very general terms, such as “we have a responsibility to our shareholders.” This finding cuts across countries and holds even in the United States and the United Kingdom. The data indicate that countries whose companies are more inclined to declare a commitment to shareholders rank higher in the various indices of minority protection proposed in the recent literature. [...] Firms willing to openly admit a commitment to shareholders seem to do better regardless of whether we measure performance with abnormal stock price performance or accounting metrics such as return on assets (ROA) and return on equity (ROE)”.³⁷

Antes de propriamente se discutir a proteção dos acionistas minoritários contra atos contrários aos interesses da companhia, faz-se necessário buscar definir o que constituiriam tais interesses. A primeira pergunta que se propõe é a seguinte: os interesses da companhia e os interesses dos acionistas estão sempre alinhados? STOUT (2012)³⁸ argumenta que a resposta é um enfático “não”.

Muito se discute sobre as atuais formas de governança corporativa, em especial ao que tange a dicotomia entre o a incessante busca pelo aumento de valor de mercado (“*shareholder value*”) em contrapartida aos interesses sociais que existem em torno da companhia, sejam dos empregados, consumidores ou até mesmo das comunidades afetadas pelo negócio praticado.

³⁷ “Apenas 35% das grandes corporações em todo o mundo consideram a importância dos acionistas, em comparação com 43% que fazem referência à responsabilidade social corporativa. A maioria das empresas sequer está disposta a mencionar os acionistas em termos gerais, como ‘temos uma responsabilidade para com nossos acionistas’. Essa constatação é transversal a todos os países e se aplica até mesmo aos Estados Unidos e ao Reino Unido. Os dados propostos na literatura recente indicam que os países cujas empresas estão mais inclinadas a declarar um compromisso com os acionistas têm classificações mais altas nos vários índices de proteção dos minoritários. [...] As empresas dispostas a admitir abertamente um compromisso com os acionistas parecem ter um desempenho melhor, independentemente de medirmos o desempenho com o desempenho anormal do preço das ações ou com métricas contábeis, como o retorno sobre os ativos (ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)” (LODERER, Claudio. ROTH, Lukas. WAELCHLI, Urs. JOERG, Petra. *Shareholder Value: Principles, Declarations, and Actions*. ECGI - Finance Working Paper, nº 95/2005, p. 6, setembro, 2009 – tradução nossa).

³⁸ STOUT, Lynn A. *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. São Francisco: Berret-Koehler Publishers, Inc., 2012. pp. 15/24.

Estas ideias se coadunam, em linhas gerais, com algumas das mencionadas diferenças entre o pensamento institucionalista e contratualista de mercado econômico. A primeira, nasceu no berço alemão pós-guerra e, para TEIXEIRA e GUERREIRO (1979), se tornou o fundamento teórico da atual legislação brasileira referente às sociedades anônimas³⁹ — Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”) —, com fortes indícios de inspiração na teoria institucionalista em torno de todo o texto da lei e representa um alargamento do domínio desta teoria sobre a Teoria Contratual clássica.

No escopo institucionalista, busca-se a integração de todos os interesses internos da companhia, a fim de construir uma sólida base de sustentação para a saúde a longo prazo da empresa. Para tal, enxerga-se a companhia além do mero escopo de uma sociedade que troca papéis no mercado de capitais, mas como uma instituição composta pelo conjunto de seus acionistas e funcionários, além dos demais entes sociais impactados pela operação.

Já a concepção contratualista, em sua concepção clássica, teve como berço teórico a Itália, posicionando-se de forma diametralmente oposta ao institucionalismo. Como uma breve ressalva quanto esta teoria, cumpre apontar que Jaeger, influente defensor da posição clássica do contratualismo, 40 anos após publicar seus primeiros tratados sobre o assunto revisitou sua teoria, identificando a existência de interesse social adjacente à maximização do valor das ações mesmo na teoria contratualista, acentuando as divisões clássicas e modernas dessa corrente teórica.⁴⁰

Partindo, então, do pressuposto clássico da teoria contratualista, esta se define como o empenho na maximização do valor das ações, na intenção de aumentar a atratividade da comercialização dos papéis no mercado de capitais e atrair novos investidores a aplicar seu capital na fatia ocupada por essa companhia. Dificilmente se poderia definir tal teoria de forma mais precisa do que nas palavras de SALOMÃO FILHO (2011):

“Trata-se de conceber o interesse social como referente apenas ao grupo de sócios atuais. [...] O interesse social não constitui um conceito abstrato, mas, sim, algo de concreto, definível apenas quando comparado com o interesse do sócio para aplicação das regras sobre conflito de interesses. [...] Como o

³⁹ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, Jose Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. 1. São Paulo: Jose Bushatsky, 1979. p. 98.

⁴⁰ JAEGER, Pier Giusto. *Interesse sociale revisitato: quarant' anni do po*. Apud SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 31.

contrato social é de execução continuada e o interesse social é o interesse do grupo de sócios, aquele interesse social pode ser constantemente revisto e eventualmente desconsiderado de modo explícito quando se trata de decisão unânime dos sócios.”⁴¹

Nesta linha, operam as sociedades regidas por uma teoria de primazia dos interesses dos acionistas (“*shareholder primacy theory*”), onde, através da concepção de que os acionistas são os verdadeiros donos da empresa, alcança-se a conclusão lógica de tal premissa, isto é, que a expansão do capital acarreta em um efeito cascata de benefícios a todos aqueles que possuam contato com a atividade empresarial, enriquecendo, supostamente, toda a sociedade.

Um enfoque mais aprofundado na teoria contratualista e seus adjacentes teóricos permitirá traçar uma clara ideia do que se pode entender como “interesse dos acionistas”, esse conceito tão subjetivo. inalcançável tanto pelo campo teórico/doutrinário quanto pelos conselhos de diretores de sociedades de capital aberto.

No campo teórico, a fusão entre o interesse da companhia e o presumido interesse dos acionistas de maximizar o valor das ações (“*shareholder value maximization*”) possui origens na teoria proposta pelo economista Milton Friedman.⁴²

Um dos líderes intelectuais da escola econômica de Chicago, em um artigo publicado em 1970 no jornal *The New York Times*, Friedman argumentou que a única responsabilidade social das companhias de capital aberto é maximizar lucros para os acionistas, enxergados como a matriz econômica da empresa. Para o autor neoliberal, o papel das companhias seria gerar o máximo de retornos possível aos acionistas, independente dos impactos da operação, e, caso um grupo de acionistas possuísse algum interesse social nas consequências das atividades da companhia, poderiam escolher por conta própria quais iniciativas sociais apoiariam.⁴³

⁴¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 31.

⁴² *A heavyweight champ, at five foot two*. The Economist, Londres, 23 de novembro de 2006. Disponível em: <https://www.economist.com/special-report/2006/11/23/a-heavyweight-champ-at-five-foot-two>. Acesso em: 24 de novembro de 2023

⁴³ “O que significa dizer que o executivo corporativo tem uma ‘responsabilidade social’ em sua capacidade de empresário? Se essa afirmação não for pura retórica, deve significar que ele deve agir de alguma forma que não seja do interesse de seus empregadores. Por exemplo, que ele deve se abster de aumentar o preço do produto para contribuir com o objetivo social de evitar a inflação, mesmo que um aumento de preço seja do interesse da empresa. Ou que ele deve fazer gastos para reduzir a poluição além do valor que é do interesse da empresa ou que é exigido por lei para contribuir com o objetivo social de melhorar o meio ambiente. Ou que, às custas dos lucros da empresa, ele deve contratar desempregados ‘duros’ em vez de trabalhadores disponíveis mais qualificados para contribuir com o objetivo social de reduzir a pobreza.

Assim, na Doutrina Friedman — também conhecida como *shareholder theory* (em português conhecida como “teoria da primazia dos acionistas” —, o interesse social da companhia é suprimido por uma ótica puramente capitalista, onde o valor das ações apresentaria uma correlação imediata com o interesse comunitário, através das iniciativas apoiadas pelos acionistas que assim desejassem. Nesta linha, pouco importaria a subsistência da empresa a médio ou longo prazo, os trabalhadores por ela empregados, os consumidores e as comunidades afetadas; enquanto os gráficos indicarem ascensão do valor acionário, o suposto interesse social da companhia estaria sendo atingido e todos aqueles que participam desta atividade empresarial se beneficiariam.

Vale mencionar que antes mesmo de Friedman popularizar as ideias do acionista como o beneficiário único para o qual todas as atividades da companhia devem se voltar, em 1932, Berle e Means, no livro “*The Modern Corporation and Private Property*”,⁴⁴ já introduziam a ideia de que os acionistas são os verdadeiros proprietários da sociedade. Neste sentido, a práxis corporativa destaca que o dever, por excelência, dos administradores é perseguir e proteger os interesses dos acionistas, a despeito dos impactos gerados aos outros sujeitos envolvidos na atividade empresarial, seguindo a mencionada vertente contratualista.

As estratégias agressivas de redução brusca de custos e investimentos, pagamentos de dividendos e estratégias de recompra dos próprios títulos, aplicadas dentro das sociedades, em benefício de seus sócios, são exemplos de estratégias empresariais que maximizam o valor de

Em cada um desses casos, o executivo da empresa estaria gastando o dinheiro de outra pessoa para um interesse social geral. Na medida em que suas ações de acordo com sua ‘responsabilidade social’ reduzem os retornos para os acionistas, ele está gastando o dinheiro deles. Na medida em que suas ações aumentam o preço para os clientes, ele está gastando o dinheiro dos clientes. Na medida em que suas ações reduzem os salários de alguns funcionários, ele está gastando o dinheiro deles.

Os acionistas, os clientes ou os funcionários poderiam, separadamente, gastar seu próprio dinheiro em uma determinada ação, se assim o desejassem. O executivo está exercendo uma ‘responsabilidade social’ distinta, em vez de servir como agente dos acionistas, dos clientes ou dos funcionários, somente se gastar o dinheiro de uma forma diferente da que eles gastariam.

Mas se ele fizer isso, estará efetivamente impondo impostos, por um lado, e decidindo como os recursos dos impostos serão gastos, por outro” (FRIEDMAN, Milton. *A Friedman doctrine-- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. The New York Times, Nova Iorque, 13 de setembro de 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 24 de novembro de 2023 – tradução nossa).

⁴⁴ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. 10ª Ed. Londres: Transaction Publishers, 1932. pp. 113/114.

mercado das ações e colaboram para o aceleração e crescimento do valor de mercado auferido pelos acionistas.

Amplamente adotada pelos controladores de companhias abertas até a primeira década do século XXI, tal teoria, na prática, apenas favoreceu um comportamento especulativo, onde os administradores e acionistas objetivavam de forma exclusiva o aumento do valor acionário, a despeito da saúde da empresa ou dos entes e comunidades a ela associados, culminando em uma das maiores crises econômicas da história em 2008.

Desde então, essa teoria se tornou alvo de duras críticas. Uma das principais diz respeito ao fato de que o conceito de *value-based management* gera uma cultura corporativa que não só incentiva medidas puramente especulativas com ganhos restritos a curto prazo, como também ignoram por completo a higidez da companhia a longo prazo. Ou seja, ao valorizar os acionistas invisíveis, que não possuem real interesse nos negócios da empresa e preocupam-se apenas com a maximização do valor dos papéis para uma posterior venda, as aplicações práticas dessa teoria descartaram a posição dos investidores que compraram ações acreditando no potencial dos negócios desempenhados, que envolve, dentre outros fatores, o cultivo de *know-how* através da preservação de funcionários, conservação dos parceiros comerciais e, até mesmo, redução do contingenciamento necessário para ações judiciais.

Justifica-se a maximização dos lucros pelos acionistas no fato de que eles assumem o risco dos negócios. Nesse contexto, a consequência de tais riscos justificaria, para a teoria da primazia dos acionistas, a incessante proteção dos interesses dos “donos” da empresa. Porém, STOUT (2012) aponta a necessidade de se questionar dois pontos, os quais serão relevantes para o tema central do presente trabalho: primeiro, se os acionistas são os donos da empresa, isso quer dizer que os acionistas majoritários, com maior poder de voz, poderiam sobrepor seus interesses sobre os minoritários, causando a chamada opressão dos minoritários; segundo, que a expansão e a facilidade de ingresso nos mercados de capitais nos dias atuais faz com que o interesse dos acionistas compreenda as mais diversas orientações, desde a maximização do lucro, até a preocupação com a segurança no espaço de trabalho dos funcionários e garantias de que a companhia não violará normas trabalhistas.

Paralelamente, observa-se que, por essa teoria ter foco principal na maximização do lucro do acionista, a administração poderá tomar decisões que, para beneficiar os acionistas,

coloquem a sociedade em risco. Os diretores poderão, por exemplo, priorizar a distribuição dos lucros em forma de dividendos, enquanto desconsideram os custos necessários para a manutenção e crescimento da companhia.

Ao se abordar o poder de controle, deve-se entender, porém, que este não se exerce unicamente através de uma maioria de votos convocados em assembleia, podendo se manifestar, dentre outras formas, no controle gerencial. Esta é forma de controle verificada nas sociedades anônimas em que o controle interno se encontra desassociado à titularidade das ações, com os administradores assumindo de fato controle empresarial e os acionistas meramente prestadores de capital e destinatários dos dividendos.

Desta forma, o poder de controle se estabelecerá através de dois elementos principais: controle de forma permanente e estável; e detentores de poder utilizando-o para imprimir à sociedade a marca de sua atuação. Portanto, o administrador/controlador possui força em seu cargo, sendo capaz de navegar a sociedade anônima de forma quase autônoma, determinando o rumo da empresa de acordo com suas próprias características. Não apenas isso, mas conforme se estabeleça o regime de pagamento e bônus, poderão ser criados incentivos para que o controlador tome decisões que aumentem o valor acionário, caso a quantia que possa auferir se relacione de forma direta com o crescimento das ações da empresa ao longo do ano.

As prerrogativas abertas aos controladores abrem possibilidade para o exercício de uma espécie de abuso na utilização deste poder no interior das sociedades anônimas, que se deflagra de forma mais expressa quando se verifica que estes controladores, sejam eles os próprios acionistas ou administradores-gerentes, sequer buscam atender os elusivos “interesses dos acionistas” (interesses internos) e se afastam das responsabilidades existentes na comunidade na qual está inserida a sociedade (interesses externos), seja a nível local, regional ou nacional, concentrando todos os esforços na mera maximização do valor de mercado da companhia.

Em sua acertada crítica,⁴⁵ Comparato e Salomão Filho expõem que o interesse social não deve (e não pode) ser reduzido meramente ao interesse dos sócios majoritários, conforme faz entender a concepção contratualista, mas deve ser enxergado como o interesse comum dentro

⁴⁵ COMPARATO, Fabio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2008. 5ª Edição. p. 387.

da sociedade anônima de se realizar uma atividade que possua escopo social, culminando na união entre os interesses da sociedade empresarial e da comunidade na qual ela se encontra inserida, estabelecendo um vínculo de confiança que possa sustentar a atividade empresarial por longo período.

Para este papel, o autor afirma que a mais importante figura surge no administrador/controlador, que deve se impor para arbitrar as questões onde estes interesses possam ser antagônicos. O controlador, aqui, deve ser entendido na sua forma mais ampla, dentre aqueles que possuem o controle pela maior participação na sociedade ou aqueles com controle gerencial. A função do controlador, portanto, deve se dar objetivando exercer a atividade fim de qualquer sociedade, isto é, a produção de lucros e sua partilha entre os sócios, enquanto simultaneamente tempera isso aos demais interesses externalizados pelos acionistas e os efeitos causados à comunidade pela operação da companhia.⁴⁶

Neste sentido, certo é que a saúde de uma empresa está intrinsecamente associada às relações mantidas com todo o corpo social que com ela interage. Seguindo esta analogia, o corpo humano necessita de adenosina trifosfato, comumente conhecida como ATP, para manter suas funções básicas e uma das melhores fontes metabólicas para esta molécula é o açúcar. No entanto, ainda que necessário, não é benéfico ao corpo humano o excesso de açúcar, assim como a incessável busca pela maximização do valor acionário se traduz nos chamados “incentivos perversos” aos entes que compõem a empresa.

Contudo, a operação de uma companhia não se manifesta no vácuo e periodicamente os referidos incentivos perversos alcançam um ponto de estopim nas crises econômicas observadas ao longo da história da sociedade industrial. Observa-se um certo movimento pendular, na cultura empresarial, ora se adequando de forma estrita ao *enforcement* da legislação societária pelo governo, ora tornando letra morta as regulações impostas.

O que aqui se aduz é que nos momentos mais prósperos, o fortalecimento da classe média silencia as pressões sociais das camadas mais carentes, permitindo maior expressão — sempre

⁴⁶ É importante ressaltar que ao tratar dos impactos da companhia, estes autores referem-se não apenas aos efeitos negativos, mas, também, à criação de empregos em determinada região em que aquele negócio se torna a fonte de renda para diversas famílias. Nestes casos, um corte de gastos interno que culmine na desmobilização das atividades na região negativamente afetaria a região, haja vista que o impacto da operação naquele local reflete um caráter positivo à comunidade.

em um caminho de liberalização econômico — daqueles que detêm o capital, concedendo maiores liberdades às empresas e, por direta consequência, incentivos à busca pela maximização do faturamento e do valor acionário.

Isso leva, conforme diversos precedentes históricos (entre os mais relevantes, pode-se citar as crises econômicas de 1929 e de 2008), a uma ascensão de políticas societárias que amplificam a especulação e a criação de bolhas econômicas. Quando ocorre o inevitável *crash* e estas consequências reverberam pela sociedade, clama-se por medidas que aliviem o desgaste causado pelas teorias liberais e o governo volta a aplicar aquelas regras que nunca foram alvo de revogação expressa, mas se tornaram alvo de tácito descaso da autoridade.

Observa-se, nas últimas décadas, um comportamento que parece acompanhar os momentos de crise econômica e denota de forma ainda mais acentuada as rupturas na fábrica social criadas pelas teorias econômicas liberais e neoliberais. As companhias, embora não tenham se afastado do princípio norteador de auferir lucro, apresentam nos dias atuais, ao menos no plano das pretensões, objetivos que escapam do âmbito estritamente privado, concretizando como nunca antes interesses sociais que ultrapassam o efetivo escopo de atuação da empresa e efetivamente se inserem no campo social, tais como uma maior atenção às normas ambientais, trabalhistas e a função social das atividades econômicas.

III. A PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO PROJETO DE LEI nº 2.925/2023

“[...] differences in laws cause capital markets to be organized very differently in Japan, Germany, and the United States, and these differences can contribute to differences in those countries’ economic performance.”⁴⁷

Considerado o precursor das modernas *class action*,⁴⁸ o caso *Brown v. Vermuden* se posiciona como um exemplo histórico de representatividade de um grupo (ou classe) em uma ação judicial sem que todos os membros afetados participassem do processo. Julgado na Inglaterra em 1676, o caso girava em torno do pagamento de dízimo legalmente exigível pela paróquia local aos moradores da região.

Ao assumir a posição de vigário da paróquia de Worselworth e notar o completo desequilíbrio das finanças da igreja, o reverendo Carrier traçou a raiz do problema aos mineradores do condado de Derbyshire, que se recusavam a pagar o dízimo com fundamento nas circunstâncias adversas na região desde a Grande Peste de Londres.⁴⁹

No entanto, verificando que as minas eram ricas em cobre e a produção aparentava fluir sem problemas significativos, o vigário ajuizou uma ação contra os mineradores — donos e trabalhadores —, buscando fosse declarada a exigibilidade do pagamento de um décimo da produção de cobre das minas. Os mineradores nomearam quatro membros para defender a classe na ação, porém, ao final, saíram perdedores.

O ponto chave do precedente é o que ocorreu a seguir. Inconformado com a decisão, o dono de uma das mineradoras da região, Sr. Vermuden, interpôs recurso suscitando que os efeitos do litígio não poderiam recair sobre ele, uma vez que sequer havia participado da ação.

⁴⁷ “[...] as diferenças nas leis fazem com que os mercados de capital sejam organizados de forma muito diferente no Japão, na Alemanha e nos Estados Unidos, e essas diferenças podem contribuir para as diferenças no desempenho econômico desses países” (COOTER, Robert. ULEN, Thomas. *Law & economics*. 4. ed., Boston: Pearson Addison Wesley, 2004, p. 11 – tradução nossa).

⁴⁸ MARCIN, Raymond B. *Searching for the Origin of the Class Action*. Catholic University Law. Vol. 23. nº 3. 1974. Disponível em: <https://scholarship.law.edu/lawreview/vol23/iss3/4>. Acesso em: 24 de novembro de 2023.

⁴⁹ A última epidemia de peste bubônica na Inglaterra, que em seus 18 meses de duração culminou na morte de aproximadamente 100.000 (cem mil) pessoas.

Quando o processo eventualmente chegou às mãos do Lorde Chanceler da Inglaterra, o reverendo Brown havia assumido a posição de vigário de Worselworth, restando a ele a defesa dos interesses da paróquia e o nome no histórico precedente *Brown v. Vermuden*.

A decisão final do Chanceler assentou a discussão e se tornou a pedra basilar das *class actions* anglo-saxãs: ainda que não houvessem participado diretamente da ação, o Sr. Vermuden e todos os demais donos de mineradora da região estavam vinculados aos efeitos da decisão original.

Este é reconhecido por grande parte dos doutrinadores dos países de *Common Law* como o primeiro caso de representação de classe em um litígio.⁵⁰ Apesar disso, há posições divergentes, que entendem casos ainda mais antigos, datando das invasões normandas à Inglaterra.⁵¹

Independentemente de qual tenha, de fato, sido a primeira representação de classe em uma ação judicial, hoje a tutela coletiva existente nas *class actions* opera como uma forma de proteção aos membros de um determinado grupo. No presente estudo, o enfoque se dará na proteção elencada pelas ações de classe aos investidores no mercado de valores imobiliários e as comparações entre microssistemas de tutela coletiva ocorrerão com o sistema estadunidense.

Atualmente, a *Federal Rules of Civil Procedure*, na *Rule 23*, estabelece os pressupostos processuais e as condições da ação para fins de admissibilidade e regular andamento da assim denominada *class action*.

Neste sentido, o fundamento da tutela coletiva norte-americana, baseada na *equity*, pode ser definida como o procedimento em que uma pessoa, considerada individualmente, ou um pequeno grupo de pessoas, enquanto tal, passa a representar um grupo maior ou classe de pessoas, desde que compartilhem entre si, um interesse comum.

⁵⁰ MARCIN, Raymond B. op. cit.

⁵¹ EIZENGA, Michael A; DAVIS, Emrys. *A History of Class Actions: Modern Lessons from Deep Roots*. Toronto: Canadian Class Action Review, Vol. 7. nº 1, out/2011.

Pode-se sintetizar os objetivos gerais do instituto das tutelas coletivas como a busca pela economia processual, com a facilitação do acesso à justiça e aplicação voluntária e autoritativa do direito material.

Dentre as regras fundamentais da Federal Rule 23, observa-se que um ou mais membros de uma classe podem processar ou ser processados como partes representativas em nome de todos os membros somente se: (i) a class action pode ser admitida quando não há possibilidade de reunir todos os integrantes da classe; (ii) há comunhão de interesses entre os membros da classe, sejam estas questões de direito ou de fato; (iii) as reivindicações ou defesas das partes representativas são típicas das reivindicações ou defesas da classe; (iv) há adequada representatividade da classe (as partes representativas protegerão de forma justa e adequada os interesses da classe).

No que se refere à publicidade da ação, enfatiza Gidi que, relacionado de forma intrínseca com a questão da representatividade adequada, surge o problema da publicidade da ação de classe. A Federal Rule 23 (c) (2) exige seja dada a melhor notícia (publicidade) possível que possa ser levada para todos os membros da “*class*”, de acordo com as circunstâncias concretas de cada caso. Em que pese a literalidade do artigo, fazendo crer que a exigência da notificação só seja efetivada naquelas ações sub 23 (b) (3), isto é, as “*damage class actions*”, a jurisprudência americana, atenta à necessidade da incidência do vetor do devido processo legal em todas as manifestações judiciais, tem estendido este ônus para as ações referidas em (b)(1) e (b)(2).

Os custos da notícia acerca da ação ficam por conta do autor e “somente se vitorioso, poderão ser cobradas de toda a classe, na proporção que cada integrante faça jus ao benefício alcançado”. Cabe ao tribunal examinar se a pretensão esposada pode se transformar em ação coletiva, sempre imperando o requisito “representação adequada” de quem propõe. A Corte de Justiça atestará se a ação é adequada e, em caso negativo, poderá o autor dar prosseguimento de forma individual. No que se refere à possibilidade de transação no âmbito da ação coletiva, há possibilidade, mas cabe autorização do tribunal.

Colhendo tais lições norte-americanas e em um movimento de reestruturação da economia brasileira após a pandemia de coronavírus que causou um período de altos índices inflacionários e estagnação econômica, o Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, apresentou

ao Congresso Nacional o Projeto de Lei nº 2.925/2023 (“Projeto de Lei”), com a intenção de “assegurar o desenvolvimento seguro do mercado de capitais, alinhando o Brasil às melhores práticas internacionais”.⁵²

Dentre as diversas alterações que o PL propõe à Lei das S.A., destaca-se no presente estudo a inserção do art. 27-H, que, caso aprovado na forma proposta, possuirá a seguinte redação:

“Art. 27-H. Os investidores legitimados poderão propor, em nome próprio e no interesse de todos os titulares de valores mobiliários da mesma espécie e classe, ação civil coletiva de responsabilidade pelos danos decorrentes de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários.

§ 1º São legitimados para propositura da ação os investidores titulares de valores mobiliários que atendam a, no mínimo, um dos seguintes requisitos:

I - Representar percentual igual ou superior a dois inteiros e cinco décimos por cento dos valores mobiliários da mesma espécie ou classe; ou

II - Possuir valor igual ou superior a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), atualizados anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA.

§ 2º A titularidade dos valores mobiliários será aferida no momento imediatamente anterior àquele em que os danos alegadamente se materializaram.

§ 3º O investidor não perderá sua legitimidade para a causa na hipótese de alienar a sua participação posteriormente.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá modificar os critérios de legitimação dos investidores previstos no § 1º, mediante a fixação de escala em função do valor do capital social ou o uso de outros parâmetros que vierem a ser estabelecidos em regulamentação.

§ 5º Proposta a ação, os autores deverão comunicar o emissor para que este divulgue o fato ao mercado, na forma estabelecida na regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 6º O investidor prejudicado que atenda aos requisitos de legitimidade previstos no § 1º poderá intervir no processo como litisconsorte, desde que o faça no prazo de trinta dias, contado da data de divulgação da propositura da ação ao mercado, nos termos do disposto no § 5º.

§ 7º A Comissão de Valores Mobiliários poderá prestar esclarecimentos e acompanhar o processo, nos termos do disposto no art. 31 desta Lei, sem prejuízo de sua legitimidade, na forma prevista na Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989.

§ 8º A propositura da ação coletiva não impede os demais interessados de propor ação de indenização a título individual, desde que não tenham intervindo no processo como litisconsortes.

⁵² *Projeto de Lei que amplia proteção de direitos de acionistas minoritários e fortalece CVM tramita no Congresso Nacional.* Brasília, 2 de junho de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/junho/projeto-de-lei-que-amplia-protexao-de-direitos-de-acionistas-minoritarios-e-fortalece-cvm-tramita-no-congresso-nacional>. Acesso em: 24 de novembro de 2023.

§ 9º É lícita a transação nas ações de que trata o caput, desde que homologada pelo juiz, mas seus efeitos não prejudicarão os investidores que dela não forem parte.

§ 10. Na hipótese de improcedência do pedido, os autores serão condenados ao pagamento de honorários de sucumbência, estabelecidos sobre o valor do prêmio pleiteado, na forma prevista no inciso III do § 11.

§ 11. Em caso de procedência do pedido formulado na demanda judicial:

I - A condenação poderá ser genérica, com o reconhecimento da responsabilidade dos réus pelos danos e o estabelecimento de parâmetros claros e precisos para o cálculo das indenizações individuais;

II - A sentença fará coisa julgada erga omnes, exceto quanto aos investidores que tiverem optado pela propositura de ações individuais; e

III - os réus deverão pagar aos autores da ação prêmio de vinte por cento sobre o valor da indenização, do qual serão descontados os honorários de sucumbência.

§ 12. Na hipótese de haver mais de um autor ou litisconsorte, o juiz repartirá o prêmio entre eles, conforme a sua contribuição para o resultado do processo.

§ 13. Na hipótese de a condenação ser ilíquida, sua liquidação e execução serão promovidas individualmente pelos investidores prejudicados.

§ 14. Decorrido o prazo de um ano sem habilitação de interessados em número compatível com a gravidade do dano, a liquidação e a execução da sentença poderão ser promovidas pelos autores da ação, pelo Ministério Público ou pela Comissão de Valores Mobiliários, hipótese em que a indenização será revertida para o fundo de que trata o art. 13 da Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985.”

A principal novidade da proposta é a possibilidade de acionistas minoritários e debenturistas lesados por atos ilícitos de acionistas controladores, administradores e até intermediários terem o direito de propor ação civil coletiva de responsabilidade.

Como bem destaca Kuyven,⁵³ é por meio das demandas coletivas, dotadas de um regime próprio de legitimidade ativa e de coisa julgada, que muitas situações jurídicas que antes não recebiam nenhum tratamento jurisdicional, passaram a ser levadas ao conhecimento de juízes e árbitros. Além de permitir o aceso de coletividades à jurisdição, a tutela coletiva trouxe ganhos imensos de eficiência e celeridade, desafogando nossas jurisdições estatais de milhões de demandas individuais. Da mesma forma, a coletivização da prestação jurisdicional reduziu as dificuldades relacionadas com decisões divergentes e trouxe igualdade de oportunidades no acesso à tutela jurisdicional efetiva, independentemente da condição econômica de cada cidadão.

⁵³ KUYVEN, Fernando. *Legitimidade Ativa e Passiva na Lei 7.913/89*. In: ABRÃO, Carlos Henrique (Org.). *A Tutela Coletiva do Acionista Minoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 107/124.

O robusto microsistema de tutelas coletivas do Brasil cada vez mais se torna referência aos demais países latino-americanos, influenciando a formação de mecanismos de defesa coletivos que mais adequadamente se adaptam à realidade regional do que sistemas europeus. Isso foi possível graças à evolução realizada no ordenamento brasileiro de um sistema processual privatista e individualista, em que o acesso à Justiça se limitava à garantia formal do direito de ação pelo indivíduo, sem qualquer compromisso do Poder Público com a efetiva realização da Justiça, para o sistema atual em que a Justiça passou a estar diretamente relacionada com a efetividade da tutela dos direitos previstos no ordenamento jurídico brasileiro.

Nesta linha, o Processo Civil se voltou à tutela de valores e direitos superiores aos interesses individuais privados em litígio, priorizando a Ordem Pública, como ocorre nos atuais dispositivos constitucionais que garantem a inafastabilidade da jurisdição, contraditório, ampla defesa, fundamentação das decisões e tutela de direitos coletivos.

Desse modo, o acesso à Justiça tornou-se o princípio informador do Processo Civil e, em matéria de tutela coletiva, permitiu a ampliação da legitimidade ativa, de modo a dar efetividade à tutela desses direitos coletivos em sentido amplo, possibilitando que a defesa desses fosse feita por entes que se encontram em melhores condições que os indivíduos de forma isolada. Criou-se, assim, instrumentos que permitem a tutela jurisdicional efetiva de classes de cidadãos, antes inviável em razão da falta de conhecimento ou de organização, ou do custo dos processos em relação ao valor financeiro das demandas individuais, o que impossibilitava a proteção desses direitos, perpetuando situações de grave prejuízo à sociedade.

Antes mesmo da promulgação da atual Constituição, em 1985 já eram tutelados os direitos coletivos na forma da Lei da Ação Civil Pública (Lei nº 7.347/85 – “Lei da ACP”), onde previam-se apenas um número limitado de direitos que poderiam ser alvo de tutela coletiva, uma vez que o dispositivo que estendia a tutela coletiva a qualquer direito difuso ou coletivo havia sido vetado.⁵⁴

Conforme destaca o Kuyven, ao apresentar a linha histórica que culminou no atual microsistema de tutela coletiva, foi precisamente na intenção de garantir o acesso à justiça que,

⁵⁴ Ibid. p. 108.

em 1988, concedeu-se *status* constitucional à tutela de direitos coletivos, por meio do art. 5º, XXXV, da Constituição Federal de 1988. Com isso, permitiu-se o acesso à Justiça para proteger todos os tipos de direitos e interesses.

Já em 1989, apenas um ano após a promulgação da Constituição, foi criado o diploma legal da Lei nº 7.913/89, introduzindo mais uma ferramenta de coletivização da tutela jurisdicional. A referida lei é bem curta, dispondo em poucos artigos sobre a legitimidade do Ministério Público ou da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) para o ajuizamento de ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Os três incisos do art. 1º da lei dispõem um rol exemplificativo⁵⁵ das práticas que ensejam a propositura de ação fundamentada neste diploma legal:

- “I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;
- II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;
- III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.”

No entanto, foi apenas com a promulgação do Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/90 – “CDC”) que se consolidou a proteção jurisdicional dos direitos coletivos, também chamados de transindividuais, bem como as normas processuais para reivindicá-los coletivamente. A extensão do mecanismo de tutela coletiva para a proteção de tais interesses se deu através da alteração operada no art. 21 da Lei da ACP, que passou a vigorar com a seguinte redação: “*Art. 21. Aplicam-se à defesa dos direitos e interesses difusos, coletivos e individuais, no que for cabível, os dispositivos do Título III da lei que instituiu o Código de Defesa do Consumidor*”.

Esses avanços legislativos foram os primeiros passos para a construção de um consolidado microsistema de tutelas coletivas, mas não poderiam se limitar a isso, sob o

⁵⁵ De acordo com o caput do art. 1º da Lei 7.913/89, “*o Ministério Público ou a Comissão de Valores Mobiliários, pelo respectivo órgão de representação judicial, adotarás medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou para obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de*”.

prejuízo de graves limitações ao acesso à justiça — princípio norteador do regimento jurídico brasileiro. Isso porque a tutela coletiva aprovada na Lei 7.913/89, deixava desamparados aqueles que seriam os principais titulares de direitos coletivos, isto é, os investidores de mercado em sua atuação como uma classe.

Em especial, é de relevante interesse público nacional a possibilidade de proteção do Mercado de Valores Mobiliários, por meio de demandas coletivas propostas em defesa dos direitos dos investidores. Essa tutela coletiva é capaz de garantir a segurança jurídica que permitirá captar junto aos investidores nacionais e estrangeiros os recursos necessários para o desenvolvimento da economia nacional, trazendo a confiança de que o ordenamento jurídico brasileiro efetivamente protege os investidores em caso de atos ilícitos danosos ao Mercado de Capitais, evolução que acompanha o exemplo norte-americano.

É precisamente nesta linha que se insere o Projeto de Lei nº 2.925/2023, ao buscar trazer maturidade e confiabilidade ao mercado nacional brasileiro, tentando suprir as deficiências não apenas do sistema de tutela individual — que jamais foi capaz de responder aos desafios resultantes da superioridade econômica e técnica das companhias em relação aos investidores minoritários —, mas também da tutela coletiva limitada tão somente à atuação Ministério Público ou da CVM.

Soma-se a isso a inviabilidade econômica de se pleitear isoladamente um pequeno dano sofrido por um investidor, mas que coletivamente representa um dano a todo o Mercado e à própria economia nacional que dele depende, e encontra-se a perfeita receita para a tutela dos direitos lesados pelos acionistas com legitimidade proveniente da própria classe, que mais rapidamente além de mais rapidamente se articular para a defesa de seus interesses, entende em todas as suas idiossincrasias a atuação da companhia.

Contrariando as palavras de GRINOVER (2014)⁵⁶ sobre ações coletivas no Brasil, não seria exagero dizer que o Projeto de Lei nº 2.925/2023 busca criar o que seria verdadeiramente a primeira *class action* brasileira.

⁵⁶ GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários: questões processuais*. In: GRINOVER, Ada Pellegrini (Org.). *Processo coletivo: do surgimento à atualidade*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters – RT, 2014, p. 1.166.

Embora o Projeto de Lei vise a tutela, primordialmente, dos interesses individuais homogêneos dos investidores de mercado, não se pode ignorar o interesse público na higidez e no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A consequência lógica de garantir aos acionistas minoritários a proteção de seus interesses independentemente de aceitação de denúncia pelo Ministério Público é a proteção direta dos interesses de toda a classe, beneficiando um número sem fim de investidores que compraram os papéis da companhia alvo da ação.

Se é inegável a natureza individual dos interesses tutelados pela ação coletiva ajuizada pela classe de acionistas, é também inquestionável a relevância social de se proteger o mercado de capitais e coibir ilícitos que atentem contra a economia nacional. Por isso a necessidade de se permitir a proteção desses direitos, o que só é efetivamente possível por meio de demandas coletivas.

A tutela coletiva dos investidores de mercado apresenta relevantes vantagens em relação ao tradicional sistema processual individual. Ela propicia eficiência e economia processuais, pleno acesso à Justiça e efetivação do direito material. Além disso, a possibilidade de uma responsabilização civil coletiva, com sua maior repercussão financeira e reputacional em relação a uma condenação isolada em demanda individual, tem um relevante efeito inibitório e pedagógico sobre a companhia ou o administrador que sejam tentados a praticar ilícitos contra o mercado.⁵⁷

Inobstante a importância da tutela coletiva para a proteção específica dos direitos da classe de acionistas e da economia de forma generalizada, a legitimidade para a propositura de ações coletivas é constantemente ponto acalorado debate doutrinário e jurisprudencial.

A exemplo disso, basta rememorar o alvoroço causado no Supremo Tribunal Federal (“STF”) por uma discordância entre os conceitos de representação e substituição processual, para fins de ações coletivas. Nas palavras de Kuyven:

“Essa confusão foi gerada por um acórdão do STF de 2014, no REExt 573.232, que acabou por tratar uma situação de substituição processual de uma coletividade como se fosse um caso de representação, exigindo que cada

⁵⁷ KUYVEN, op. cit. p. 111.

membro da coletividade outorgasse autorização expressa para que essa classe pudesse ter seus direitos tutelados coletivamente.

Felizmente, logo no ano seguinte, o próprio STF, no REExt com Ag 901.963/SC, re relatoria do saudoso Ministro Teori Zavascki, reparou o equívoco contido na ampliação do espectro de incidência do RE 573.232 para além da hipótese de representação processual. Assim, ele efetuou a *distinção* entre as duas hipóteses e reiterou a dispensabilidade de qualquer tipo de autorização para que as associações promovam demandas coletivas com efeitos *erga omnes*. Alinhou-se também ao voto vencedor o Ministro Marco Aurélio de Mello que, ao tempo do julgamento do RE 573.232, havia aberto divergência no sentido de se exigir autorizações nas execuções individuais dos associados para que esses se beneficiassem da condenação coletiva, reconhecendo este Ministro, no novo julgamento, a distinção entre a *representação* e a *substituição* processual, e a inexigibilidade de autorização de substituídos em ações coletivas.”⁵⁸

Tal ponto é de extrema relevância para a discussão da legitimidade dos investidores para o ajuizamento de uma ação civil coletiva em substituição da classe. Ao exigir autorização expressa para que a associação represente seus associados em Juízo, a Constituição Federal de 1988 está tratando da legitimidade ordinária, mediante representação processual, para a qual a exigência de autorização faz sentido na medida em que está em jogo o direito individual do seu titular (art. 5º, XII, da CF/88). Por outro lado, a legitimidade extraordinária se dá por meio da substituição processual, na defesa dos direitos e interesses coletivos ou individuais de uma classe ou categoria de pessoas que, ao contrário da hipótese de representação, se submete necessariamente às regras do microssistema de tutela coletiva.

Isso posto, o Projeto de Lei não deixa margens sobre os requisitos que caracterizam a legitimidade para a propositura da ação coletiva em nome da classe e seus efeitos não só perante os demais legitimados, mas também todos os demais investidores. O art. 27-H, § 1º, que o Projeto de Lei pretende introduzir na Lei 6.385/76, estabelece que:

“§ 1º São legitimados para propositura da ação os investidores titulares de valores mobiliários que atendam a, no mínimo, um dos seguintes requisitos:
I - representar percentual igual ou superior a dois inteiros e cinco décimos por cento dos valores mobiliários da mesma espécie ou classe; ou
II - possuir valor igual ou superior a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), atualizados anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA.”

⁵⁸ Ibid. pp. 116/117.

É curioso perceber que, inobstante a evidente inspiração no modelo norte-americano de *class actions*, a Proposta de Lei estabelece requisitos completamente distintos àqueles presentes na Federal Rule 23. A regulamentação dos Estados Unidos exige, para a tutela coletiva dos direitos dos acionistas, apenas que (i) a classe seja numerosa a ponto de ser impraticável que todos os membros façam parte do polo ativo, (ii) matéria de direito comum à toda a classe, (iii) pedidos que sejam comuns e representativos à classe; e (iv) os autores da ação tenham capacidade de adequadamente defender os direitos da classe.⁵⁹ Ou seja, os requisitos norte-americanos possuem um caráter muito mais generalizado, não adstritos a investidores e, por essa razão, sem parâmetros que se correlacionem com a operação da companhia.

Por sua vez, em contraste ao caráter mais genérico dos requisitos norte-americanos, a legitimidade ativa para o ajuizamento de ação coletivas de responsabilidade pelos danos decorrentes de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários, conforme desenvolvida no Projeto de Lei, encontra verdadeiro equilíbrio: por um lado, a necessidade de o autor possuir ao menos R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) em papéis da companhia ou, no mínimo, 2,5% de valores mobiliários, desestimula o ajuizamento de ações frívolas por agentes de mercado mal intencionados; por outro lado, essa barreira de entrada permite que um conjunto factível de acionistas minoritários possam se reunir para o ajuizamento de ação própria em defesa dos direitos que entenderem violados por atos do controlador.

Isso representa não apenas um passo para que o Brasil se aproxime dos instrumentos regulatórios internacionais e garanta maior segurança jurídica aos investidores que buscam aplicar seu capital em companhias brasileiras, mas também representa um movimento histórico em defesa à classe que, como firmemente demonstrado no presente estudo, suporta a subversão de seus interesses sem que possa externalizar seu descontentamento por vias judiciais, permanecendo adstritos às assembleias da companhia.

⁵⁹ Rule 23. Class Actions (a) Prerequisites. One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all members only if: (1) the class is so numerous that joinder of all members is impracticable; (2) there are questions of law or fact common to the class; (3) the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class; and (4) the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class. (*Rule 23. Class Actions*. Nova Iorque, 1º de dezembro de 2020. Disponível em: <https://www.cit.uscourts.gov/sites/cit/files/Rule%2023.pdf>. Acesso em: 24 de novembro de 2023).

Se por um lado a abertura da via judicial para ventilar tais assuntos pode ser visualizada de forma negativa — à luz da sobrecarga enfrentada pelo judiciário brasileiro —, não se pode, de nenhuma maneira, afastar o princípio constitucional de acesso à justiça, firmemente entabulado no art. 5º, XXXV, da CF/88.

Além disso, marcha em direção à simplificação da prestativa jurisdicional perante atos contrários aos interesses da companhia finalmente fornece aos investidores do mercado brasileiro instrumentos aptos à proteção dos acionistas minoritário, sinalizando ao internacionalmente a proteção jurídica estendida àqueles que desejam investir em companhias nacionais, em claro estímulo à economia.

Além dos atores legitimados a propor a nova modalidade de ação coletiva introduzida pelo Projeto de Lei, um outro ponto também merece relevantíssimo destaque: a eficácia das sentenças de mérito prolatadas nessas ações.

A extensão do efeito de sentenças proferidas em matéria de direito comercial se posiciona como um dos maiores desafios da compatibilização dessa área do Direito com o Processo Civil. Isso porque as discussões processuais — e aqui estende-se para além do Processo Civil — majoritariamente versam sobre relações entre duas partes, seja um empregador e empregado, Ministério Público e réu de uma ação penal, ou, ainda, a discussão de cláusulas contratuais entre duas companhias.

Ao se debruçarem sobre a relação entre o Direito Comercial e o Direito de Processo Civil, Marinoni e Arenhart, realizam um exercício mental sobre o ajuizamento, pelo sócio de uma companhia, de uma ação com o intuito de anular certa deliberação social dessa sociedade. Ultrapassadas as discussões sobre a possibilidade de litisconsórcio, adentram na hipótese de a sentença ser favorável ao pedido inicial do sócio, determinando a anulação da deliberação. Neste caso, como se estenderiam os efeitos dessa sentença? Limitar-se-iam às partes ou teriam eficácia àqueles sócios que sequer participaram da ação e se posicionam contrariamente ao pedido de anulação? Ao final do exercício mental proposto, não resta alternativa senão

acompanhar o que postulam sobre o tema: “a limitação do Código de Processo Civil em responder a essas situações decorre do fato de que ele não foi pensado para tanto”.⁶⁰

Portanto, se a clássica apreciação individualista intrínseca aos debates processualistas não fornece resposta aos efeitos de uma sentença societária, a alternativa é buscar como são tratadas as demandas coletivas. Neste sentido, colham-se as valiosas lições dos autores, ao abordar a extensão subjetiva da sentença e da coisa julgada em ações societárias:

“As observações — e as várias opiniões — acima postas demonstram a inadequação do modelo *individual* de solução das controvérsias para lidar com o caso em apreço. Em verdade, isso decorre do fato de que a *situação investigada não corresponde a um conflito individual*, razão pela qual os institutos e as soluções próprias da tutela individual de direitos não foi pensada e não oferece resposta razoável para esse problema.

Por isso, tem-se aí situação em que a metodologia e as técnicas de tutela coletiva mostram-se mais recomendáveis. No sistema brasileiro, muitos supõem que a tutela coletiva só se refere a direitos metaindividuais. Não é, porém, assim. Na realidade, desde suas origens, a principal finalidade da proteção coletiva é dar resposta a situações individuais isomórficas, nas quais seria desaconselhável a presença de todos os sujeitos envolvidos em um único processo, mas em que se deseja dar tratamento uniforme a todas essas situações de uma vez por todas. [...]

Assim, tratando-se de situação que envolve a multiplicidade de interesses individuais — que não podem e não recomendam a presença individualizada de todos esses sujeitos, sob pena de excessiva complexidade procedimental e tumulto processual — que recomenda ou exige solução uniforme, é o caso de se aplicar aqui as técnicas e os princípios da tutela coletiva. No ordenamento norte-americano, a propósito, sempre que houver o risco de que a decisão de causas diferentes possa impor padrões distintos de conduta, a *class action* é o caminho adequado para a solução de todas as controvérsias.”⁶¹

É precisamente nesse sentido que aparenta se posicionar os efeitos de eficácia da sentença da ação coletiva criada pelo Projeto de Lei. A tutela coletiva dos interesses dos acionistas funciona como uma aglutinação do que, em momento anterior à aprovação do Projeto de Lei, seriam causas individuais, sob a responsabilidade de um substituto processual representante da classe de acionistas — tal como nas *class actions* norte americanas. Consentâneo esse

⁶⁰ MARINONI, Luiz Guilherme. ARENHART, Sérgio Cruz. *Extensão Subjetiva da Sentença e da Coisa Julgada em Ações Societárias*. In: ABRÃO, Carlos Henrique (Org.). *A Tutela Coletiva do Acionista Minoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 192.

⁶¹ *Ibid.* pp. 194/195.

tratamento legal, a decisão judicial proferida possuirá efeitos perante todos os membros da classe, desde que não tenham optado pela via individual.

Ainda que seja possível alcançar tais conclusões através da aplicação do bom direito, como demonstrado acima, o texto legal eliminou qualquer dúvida sobre a matéria. Dois dispositivos do Projeto de Lei merecem especial destaque quanto ao assunto:

“§ 8º A propositura da ação coletiva não impede os demais interessados de propor ação de indenização a título individual, desde que não tenham intervindo no processo como litisconsortes. [...]”

§ 11. Em caso de procedência do pedido formulado na demanda judicial:
 I - a condenação poderá ser genérica, com o reconhecimento da responsabilidade dos réus pelos danos e o estabelecimento de parâmetros claros e precisos para o cálculo das indenizações individuais;
 II - a sentença fará coisa julgada erga omnes, exceto quanto aos investidores que tiverem optado pela propositura de ações individuais; e
 III - os réus deverão pagar aos autores da ação prêmio de vinte por cento sobre o valor da indenização, do qual serão descontados os honorários de sucumbência.”

Em linha ao que dispõe o CDC ao disciplinar as ações coletivas,⁶² o art. 27-H, §8º, que se pretende inserir na Lei nº 6.385/76 através do Projeto de Lei, prevê que a ação coletiva ajuizada não impede que os acionistas interessados proponham ação individual própria, desde que não tenham intervindo como litisconsortes.⁶³

⁶² Neste sentido, dispõe o art. 103, do CDC: “Art. 103. Nas ações coletivas de que trata este código, a sentença fará coisa julgada: I - erga omnes, exceto se o pedido for julgado improcedente por insuficiência de provas, hipótese em que qualquer legitimado poderá intentar outra ação, com idêntico fundamento valendo-se de nova prova, na hipótese do inciso I do parágrafo único do art. 81; II - ultra partes, mas limitadamente ao grupo, categoria ou classe, salvo improcedência por insuficiência de provas, nos termos do inciso anterior, quando se tratar da hipótese prevista no inciso II do parágrafo único do art. 81; III - erga omnes, apenas no caso de procedência do pedido, para beneficiar todas as vítimas e seus sucessores, na hipótese do inciso III do parágrafo único do art. 81. § 1º Os efeitos da coisa julgada previstos nos incisos I e II não prejudicarão interesses e direitos individuais dos integrantes da coletividade, do grupo, categoria ou classe. § 2º Na hipótese prevista no inciso III, em caso de improcedência do pedido, os interessados que não tiverem intervindo no processo como litisconsortes poderão propor ação de indenização a título individual. § 3º Os efeitos da coisa julgada de que cuida o art. 16, combinado com o art. 13 da Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985, não prejudicarão as ações de indenização por danos pessoalmente sofridos, propostas individualmente ou na forma prevista neste código, mas, se procedente o pedido, beneficiarão as vítimas e seus sucessores, que poderão proceder à liquidação e à execução, nos termos dos arts. 96 a 99. § 4º Aplica-se o disposto no parágrafo anterior à sentença penal condenatória”.

⁶³ Para a intervenção como litisconsorte, o §6º do art. 27-H proposto pelo Projeto de Lei dispõe que o investidor prejudicado que atenda aos requisitos de legitimidade do § 1º, i.e., R\$ 50.000.000,00 ou 2,5% em valores mobiliários, poderá intervir como litisconsorte, desde que o faça no prazo de trinta dias da divulgação no mercado da propositura da ação coletiva.

O § 11, por sua vez, expressamente determina que a sentença terá efeitos *erga omnes*, suprimindo qualquer dúvida que pudesse vir a surgir quanto à eficácia do julgamento para os acionistas que não participaram da ação, mas foram igualmente prejudicados. Essa solução parece ser a única racional para lidar com casos em que a companhia tenha muitos acionistas, de modo que seria inviável chamar a todos para a primeira causa. Com efeito, sempre que possível, a participação direta de todos os interessados, a resposta oferecida por parte da doutrina, no sentido de se permitir a intervenção direta de todos eles, parece ser suficiente e adequada para o feito. Porém, em muitos casos, essa participação direta será totalmente impossível, inviabilizando o curso do processo. Para esses casos, só mesmo a técnica de coletivização é capaz de dar proteção ao interesse de todos, sem sacrifício da duração razoável do processo.

A técnica coletiva, nesses casos, é a única que tem condições de dar solução racional a conflitos como esses, em que a eficácia constitutiva da decisão pode afetar diversas pessoas a um só tempo, sem que se tenha de oferecer a cada uma delas o direito de manifestar-se pessoalmente sobre a razão ou não dessa intervenção judicial.

Ademais, a coletivização nesses casos, é o único mecanismo capaz de balancear as necessidades dessa específica situação de direito com os direitos e garantias fundamentais das partes no processo. É possível que sejam levantadas críticas quanto a essa tese, afirmando-se que a coletivização violaria a garantia de acesso à justiça de cada um dos acionistas prejudicados, que individualmente poderiam se fazer ouvir no âmbito judiciário.

Porém, não há fundamento para isso. Isso porque não parece haver base para supor que a garantia de acesso ao Poder Judiciário sempre deva ser garantida de forma individual. Na realidade, nada há no preceito contido no art. 5º, XXXV, da CF/88, que autorize essa conclusão. A previsão constitucional afirma a vedação a que lesões ou ameaças a direitos possam ser excluídas da apreciação do Poder Judiciário. Nada diz, porém, que garanta ao indivíduo o dirigir-se pessoalmente e diretamente ao Juízo em busca da tutela de seus direitos.

Logo, não parece haver fundamento para supor que todo acesso ao Judiciário sempre deva ser garantido de forma individual. Conseqüentemente, desde que garantido o acesso adequado ao Poder Judiciário, não parece que se possa objetar com a falta de lei para eliminar ou invalidar

a tutela de situação material por forma que seja, evidentemente, muito mais eficiente e adequada à realidade do caso.

Existe um outro argumento, no entanto, que parece trazer ainda mais força à coletivização da tutela como um verdadeiro mecanismo de ampliação do acesso à justiça: o custo do ajuizamento de uma ação.

É fato notório que os custos associados a uma ação judicial nos Estados Unidos são extremamente elevados,⁶⁴ justificando a aplicação da tutela coletiva não apenas como um mecanismo de unificação jurisprudencial em um ordenamento que concede tanta força aos precedentes, mas também como um instrumento que permite o acesso dos acionistas minoritários ao judiciário.

Custos altos, no entanto, não se limitam às cortes americanas — cujo ordenamento certamente inspirou o Projeto de Lei. De acordo com um estudo realizado em 2016 pelo escritório Yazbek Amaral Advogados,⁶⁵ também no Brasil os custos com o judiciário alcançam exorbitantes valores, com o valor despendido apenas em custas judiciais ultrapassando até mesmo o montante gasto com advogados.⁶⁶ Isso sem considerar, ainda, os custos com perícia e assistência técnica, no curso do processo, e a possibilidade de ainda se arcar com os honorários sucumbenciais, na hipótese de perda da ação.

Além dos custos associados à ação em si, cumpre realizar um breve destaque ao investimento realizado para a representação dos interesses na causa, ou, em termos simples, o valor contratado com o advogado ou escritório de advocacia que representará os interesses dos acionistas lesados.

⁶⁴ LEE III, Emery G. WILLGING, Thomas E. *Defining the Problem of Cost in Federal Civil Litigation*. Duke Law Journal, Carolina do Norte, v. 40, n. 1, pp. 765/788, 2010. Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1486&context=dlj>. Acesso em 24 de novembro de 2023.

⁶⁵ AMARAL, G.; AMARAL, L.; YAZBEK, C.; DELGADO, T. *Custo das empresas para litigar judicialmente*. Amaral Yazbek Advogados, 2016. Disponível em: <https://silo.tips/download/custo-das-empresas-para-litigar-judicialmente-3>. Acesso em 24 de novembro de 2023.

⁶⁶ O estudo, realizado com 7.485 empresas e analisando um total de 21.647 processos judiciais, constatou o seguinte: nessas ações, o valor total despendido com custas judiciais alcançou o montante de R\$ 23 bilhões, enquanto os gastos com advogados permaneceram um pouco abaixo dos R\$ 17 bilhões.

Todo advogado aprovado pelo exame da Ordem dos Advogados do Brasil possui plenas capacidades para representar seus clientes em causas versando sobre as mais diversas matérias, mas dificilmente se encontrará um profissional que negue os benefícios de uma boa infraestrutura, acesso a uma boa biblioteca, equipes de pesquisa e colaboração com advogados especializados em áreas adjacentes ao tema, que possam oferecer *insights* sobre a discussão que ultrapassem o debate processual. Não é aviltante dizer, portanto, que custos mais altos com advogados trazem maiores chances de uma posição mais sólida em uma ação judicial, tal como comprar valores mobiliários de uma companhia de renome aumenta as chances de retorno a um investidor.

Portanto, em uma ação promovida através do mecanismo de tutela coletiva introduzido pelo Projeto de Lei, seria possível que um grupo de acionistas colaborasse financeiramente para o ajuizamento de uma ação única com força muito maior — e com um suporte técnico e jurídico mais robusto — do que se a questão fosse levada ao judiciário em diversas pequenas ações.

IV. CONCLUSÃO

Por todo o exposto, percebe-se que os mecanismos introduzidos pelo Projeto de Lei nº 2.925/2023, contribuiriam para amenizar a posição histórica desfavorável dos acionistas minoritários perante atos dos controladores contrários aos seus interesses, por mais difícil que seja determinar de forma clara quais estes seriam.

Desde a criação da primeira companhia na história, os investidores que tornaram possível a realização de empreendimentos em uma escala nunca antes alcançada foram desconsiderados nos planos traçados. Os acionistas foram impedidos de acessar os livros de contabilidade, receberam o pagamento de dividendos em atraso e na forma de bens (especiarias), ao invés de moeda corrente, e, por fim, observaram o papel da companhia se subverter por completo, sem que lhes fosse possibilitado alterar o seu curso.

No Brasil não foi diferente. O desenvolvimento da relação entre as sociedades anônimas e seus investidores passaram por conturbados períodos, exacerbados por crises econômicas provenientes de movimentos de maior desregulamentação dos mercados de capitais e a inflagem artificial do desempenho das companhias para estimular a comercialização de valores mobiliários, o que fortemente impactou a confiança dos potenciais investidores no nascente mercado de capitais brasileiro.

Porém, mesmo com a popularização da compra de valores mobiliários após a informatização (e conseqüente facilitação) do acesso ao mercado de capitais, uma parcela significativamente menor da população brasileira atualmente investe em ações. Tal discrepância nas expectativas do número de investidores parece ultrapassar as associações realizadas com os níveis de desigualdade social no país e demonstram uma enraizada desconfiança na operação das empresas e sua possibilidade de prover retornos.

Entender quais são os interesses dos acionistas possui uma especial relevância nesse contexto, entendendo as teorias que identificam tais interesses como o simples aumento no valor das ações ou interesse mais profundos, que refletem ideais de mundo e pensamento estratégico a médio-longo prazo.

A proteção dos acionistas minoritários contra atos contrários aos seus interesses praticados por administradores ou acionistas controladores é fundamental para o desenvolvimento de um mercado de capitais robusto, de forma a tornar o ecossistema de investimentos brasileiro um ambiente mais seguro e previsível.

Tal segurança ultrapassa os interesses exclusivamente privados de cada acionista e se prestam até mesmo a atrair financiamento internacional às empresas do mercado interno brasileiro, fortalecendo a economia nacional e contribuindo para o desenvolvimento econômico da sociedade de forma ampla.

Em linha às melhores práticas internacionais, portanto, apresenta-se o Projeto de Lei nº 2.925/2023, a fim de adequar a tutela dos direitos dos acionistas no Brasil ao que vem sendo aplicado com cada vez maior frequência em ordenamentos jurídicos estrangeiros, especialmente no que toca a tutela coletiva dos acionistas contra atos danosos decorrentes de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários.

E uma análise à estruturação do referido Projeto de Lei, este estudo verificou a adequação dos aspectos referentes à legitimidade ativa para a propositura de ação coletiva nos moldes estabelecidos no projeto e os efeitos da coisa julgada aos investidores afetados pelo evento danoso, porém que não participaram diretamente da ação coletiva.

A possibilidade de representação de toda uma classe de acionistas em uma ação única, transplantando as *class actions* do direito anglo-saxão ao ordenamento jurídico brasileiro é um importante avanço para a compatibilização da proteção dos investidores de companhias abertas nacionais às práticas adotadas no exterior, tornando o mercado interno comparativamente mais atrativo a potenciais investimentos internacionais.

V. REFERÊNCIAS

A heavyweight champ, at five foot two. The Economist, Londres, 23 de novembro de 2006. Disponível em: <https://www.economist.com/special-report/2006/11/23/a-heavyweight-champ-at-five-foot-two>. Acesso em: 24 de novembro de 2023

ABRÃO, Carlos Henrique. **A Tutela Coletiva do Acionista Minoritário.** São Paulo: Quartier Latin, 2019.

AMARAL, G.; AMARAL, L.; YAZBEK, C.; DELGADO, T. **Custo das empresas para litigar judicialmente.** Amaral Yazbek Advogados, 2016. Disponível em: <https://silo.tips/download/custo-das-empresas-para-litigar-judicialmente-3>. Acesso em 24 de novembro de 2023.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado.** 2ª ed. São Paulo: Quorum, 2008.

BENINI, Luiz Gustavo; SCHMIDT, Albano Francisco. **A Ação Civil Pública e o Juízo Arbitral como Meio de Defesa dos Investidores: reflexões sobre as tutelas disponíveis.** Blumenau (SC): Unisociesc, 2001. Disponível em: <https://repositorio.animaeducacao.com.br/bitstream/ANIMA/18672/1/Luiz%20Gustavo%20Beghini_DIR5BM-AGA.pdf>. Acesso em: 11 dez. 2022.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property.** 10ª Ed. Londres: Transaction Publishers, 1932.

BRASIL. **Lei n. 7.913, de 7 de dezembro de 1989.** Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Brasília (DF): Casa Civil, 1989. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/17913.htm>. Acesso em 11 dez. 2022.

BRUNER, Robert. **The Poison Pill Anti-takeover Defense: The Price of Strategic Deterrence.** EUA: CFA, 1991.

BRUNNING, Andy. **The Chemistry of Gunpowder**. Compound Interest. Cambridge, 02 de julho de 2014. Disponível em: <https://www.compoundchem.com/2014/07/02/the-chemistry-of-gunpowder/>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

COMIRAN, G. C. A Ação Civil Pública para a Proteção do Acionista Investidor no Brasil e nos Estados Unidos. **Res Severa Verum Gaudium**, Porto Alegre, v. 5, n. 1, 2020. Disponível em: <https://www.seer.ufrgs.br/index.php/resseveraverumgaudium/article/view/108666>. Acesso em: 11 dez. 2022.

COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

COOTER, Robert. ULEN, Thomas. **Law & economics**. 4. ed., Boston: Pearson Addison Wesley, 2004.

EIZENGA, Michael A; DAVIS, Emrys. **A History of Class Actions: Modern Lessons from Deep Roots**. Toronto: Canadian Class Action Review, Vol. 7. nº 1, out/2011.

FERGUSON, Niall. **The Ascent of Money: A Financial History of the World**. New York: Penguin Books, 2009.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial**. 4º vol. São Paulo: Saraiva, 1960.

FINDLAY, Ronald. O'ROURKE, Kevin H. **Power and Plenty: Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium**. Princeton: Princeton University Press, 2007.

FINLAY, George. **The history of Greece under Othoman and Venetian domination**. Londres: W. Blackwood and Sons, 1856.

FRENTOP, Paul. **A History of Corporate Governance 1602--2002**. Amsterdam: Deminor, 2003.

FRIEDMAN, Milton. **A Friedman doctrine-- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits**. The New York Times, Nova Iorque, 13 de setembro de 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 24 de novembro de 2023

GOETZMANN, William N. JORION, Philippe. **Global Stock Markets in the Twentieth Century**. *Journal of Finance*, v. 54, n. 3, jun. 1999.

GRINOVER, Ada Pellegrini (Org.). **Processo coletivo: do surgimento à atualidade**. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters – RT, 2014.

LEE III, Emery G. WILLGING, Thomas E. **Defining the Problem of Cost in Federal Civil Litigation**. *Duke Law Journal*, Carolina do Norte, v. 40, n. 1, pp. 765/788, 2010. Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1486&context=dlj>. Acesso em 24 de novembro de 2023.

Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília (DF): Casa Civil, 1985. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 11 dez. 2022.

Lei n. 7.347, de 24 de julho de 1985. Disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico (VETADO) e dá outras providências. Brasília (DF): Casa Civil, 1985. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7347orig.htm. Acesso em: 11 dez. 2022.

LODERER, Claudio. ROTH, Lukas. WAELCHLI, Urs. JOERG, Petra. **Shareholder Value: Principles, Declarations, and Actions**. ECGI - Finance Working Paper, nº 95/2005, setembro, 2009.

MARCIN, Raymond B. **Searching for the Origin of the Class Action**. *Catholic University Law*. Vol. 23. nº 3. 1974. Disponível em: <https://scholarship.law.edu/lawreview/vol23/iss3/4>. Acesso em: 24 de novembro de 2023.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de direito comercial brasileiro**. Vol. 3. São Paulo: Russell, 2003.

NEAL, Larry. **Venture Shares of the Dutch East India Company**. In: GOETZMANN, William N. ROUWENHORST, Geert. (Org.). *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. New York: Oxford University Press, 2005.

PEREIRA, Guilherme Setogti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PERFIL PESSOAS FÍSICAS. São Paulo: B3, 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/>. Acesso em: 11 dez. 2022.

Projeto de Lei que amplia proteção de direitos de acionistas minoritários e fortalece CVM tramita no Congresso Nacional. Brasília, 2 de junho de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/junho/projeto-de-lei-que-amplia-protecao-de-direitos-de-acionistas-minoritarios-e-fortalece-cvm-tramita-no-congresso-nacional>. Acesso em: 24 de novembro de 2023.

QUINN, Stephen; ROBERDS, William. **An economic explanation of the early Bank of Amsterdam, debasement, bills of exchange, and the emergence of the first central bank**. Working Paper, Atlanta, nº 2006-13, set/2006.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors**. EUA: Free Press, 1997.

REYNDERS, Peter. GERRITSEN, Rupert. **A translation of the Charter of the Dutch East-Indies Company (Verenigde Oostindische Compagnie or VOC): granted by the States General of the United Netherlands, 20 march 1602**. Canberra: Australia on the Map Division of the Australasian Hydrographic Society, 2011.

Rule 23. Class Actions. Nova Iorque, 1º de dezembro de 2020. Disponível em: <https://www.cit.uscourts.gov/sites/cit/files/Rule%2023.pdf>. Acesso em: 24 de novembro de 2023

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 2011.

SLUITER, Engel. **Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585 -1641**. Vol. 11, n. 1. California: University of California Press: 1942.

STOUT, Lynn A. **The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public**. São Francisco: Berret-Koehler Publishers, Inc., 2012.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, Jose Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. Vol. 1. São Paulo: Jose Bushatsky, 1979.

VERÇOSA, Haroldo M. D. **Curso de Direito Comercial**. 3ª Ed, 3º Vol. São Paulo: Malheiros, 2011.

VIDAL, Dominique. **Droit des Sociétés**. 3ª Edição. Paris: L.G.D.J, 1993.