

Nota informativa



Proteção de direitos de investidores - PL nº 2.925, de 2023

quarta-feira, 9 de agosto de 2023

Resumo

- O Projeto de Lei nº 2.925, de 2023, traz aprimoramentos significativos nos mecanismos de tutela de direitos de investidores, a fim de aperfeiçoar o sistema de governança das companhias abertas e aproximar o Brasil das melhores práticas internacionais.
- Atualmente, o aparato disponível no país para a tutela pública (Comissão de Valores Mobiliários, Poder Judiciário e Ministério Público) das normas aplicáveis às companhias abertas não é considerado suficiente para lidar com a responsabilidade civil de controladores e administradores de sociedades anônimas, desestimulando investimentos.
- Os administradores e controladores de empresas, na condução dos negócios, têm o dever de buscar o melhor interesse da companhia. Quando causam prejuízos à companhia por abuso de poder e violação de seus deveres fiduciários, são passíveis de responsabilização civil pelos danos causados e devem indenizar a companhia. É importante fortalecer a tutela privada, pela qual os próprios investidores dispõem de canais para fazerem valer seus direitos e obterem reparação de danos causados por atos ilícitos que prejudiquem a empresa.
- O PL viabiliza e democratiza o acesso de acionistas minoritários, debenturistas, cotistas de fundos, dentre outros, ao Poder Judiciário e às câmaras arbitrais, tanto por meio de demandas coletivas como por meio de ações derivadas individuais, facilitando a responsabilização de administradores e controladores e fomentando um ambiente de negócios mais íntegro, confiável e, por consequência, atrativo a novas fontes de recursos.
- Outra medida de grande importância consiste na ampliação da publicidade em procedimentos arbitrais de direito societário que tenham caráter coletivo, o que favorece o ingresso de outros investidores prejudicados no procedimento arbitral, conferindo maior uniformidade no tratamento das causas.
- O Projeto de Lei também busca reequilibrar riscos e incentivos econômicos para as partes em processos judiciais ou procedimentos arbitrais, com ajustes no valor do prêmio, critérios de legitimidade ativa e nova sistemática para os honorários de sucumbência.
- Atualmente, a Lei prevê a exoneração de responsabilidade como decorrência automática da aprovação das demonstrações financeiras anuais, aspecto que o Projeto de Lei visa modificar. Com a nova regra proposta no PL, a exoneração de responsabilidade só valerá para os fatos deliberados de forma específica em Assembleia Geral.
- A Comissão de Valores Mobiliários terá seus poderes de investigação reforçados com a aprovação do PL.
- A proteção adequada aos investidores contribui para o aumento da confiança no mercado de capitais e o estímulo à concessão de crédito fora do sistema bancário, reduzindo o custo de capital para as empresas, atraindo mais investimentos e favorecendo o crescimento econômico.



Introdução

A proteção de direitos de investidores contra ações abusivas praticadas por administradores e acionistas controladores é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais. A efetiva tutela desses direitos, além de resguardar o interesse dos próprios investidores, confere maior segurança e previsibilidade a todos os participantes do mercado, ampliando as possibilidades de obtenção de crédito pelas empresas e contribuindo para o crescimento da economia do país.

Os investidores do mercado de valores mobiliários, por não terem o controle dos atos dos administradores e controladores da companhia, devem ter assegurados o direito de fiscalizar e avaliar a gestão dos diretores e executivos da empresa, bem como de tomar medidas para garantir que todas as decisões sejam tomadas em benefício da companhia. Isso é alcançado por meio de mecanismos legais que permitam questionamentos às ações dos administradores.

A possibilidade do uso desses mecanismos legais é importante porque serve para salvaguardar os direitos dos investidores e promover uma boa governança corporativa, dissuadindo controladores e administradores de tomarem decisões mal fundamentadas ou mesmo mal-intencionadas. Além disso, ajuda a remediar abusos de poder e decisões prejudiciais para a empresa e seus investidores. Por fim, fomenta a transparência, as boas práticas, a prestação de contas e a eficiência na gestão da sociedade anônima.

A garantia de direitos de minoritários, incluindo informações periódicas e seguras, direito à participação, voto, reparação adequada e bons mecanismos de governança corporativa são parte integrante de uma regulação do sistema financeiro que promova o desenvolvimento institucional saudável do mercado de capitais.

De forma a analisar e propor soluções para a questão da proteção aos investidores, o Ministério da Fazenda e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o apoio financeiro do Prosperity Fund do Reino Unido, firmaram parceria com a OCDE para a realização de estudos que culminaram no relatório "Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil", publicado em 2020¹.

O relatório fez um diagnóstico do modelo brasileiro, comparando-o com os modelos de diversas jurisdições estrangeiras (França, Alemanha, Israel, Itália, Portugal, Singapura, Espanha, Estados Unidos e Reino Unido) e apresentando sugestões de aprimoramento da legislação societária brasileira, a fim de aproximá-la dos melhores padrões internacionais.

Esse estudo serviu como ponto de partida para discussões com os reguladores do Sistema Financeiro Nacional, as principais entidades representativas de instituições do mercado de capitais, além de uma ampla gama de especialistas, que culminaram na elaboração do Projeto de Lei nº 2.925, de

¹ <https://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>. Resultados preliminares foram divulgados pela CVM em 2019, por meio do documento "Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro".



2023, por iniciativa da Secretaria de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda, que atualmente está em tramitação na Câmara dos Deputados.

Dessa forma, o Projeto procura aperfeiçoar os mecanismos de proteção de direitos de investidores contra prejuízos causados por atos ilícitos de acionistas controladores e administradores de companhias.

São propostas modificações na Lei nº 6.404, de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas) e na Lei nº 6.385, de 1976 (Lei de Mercado de Capitais), de modo a aperfeiçoar os seguintes aspectos da legislação:

- Publicidade na propositura de ações coletivas e procedimentos arbitrais de empresas que tenham ações negociadas no mercado de valores mobiliários;
- Mecanismos de tutela coletiva para investidores;
- Reequilíbrio de riscos e benefícios para os autores de ações de responsabilidade;
- Fortalecimento dos poderes da CVM; e
- Eliminação da exoneração automática de responsabilidade de administradores e conselheiros fiscais.

A seguir, são apresentados os detalhes e a fundamentação das propostas de aperfeiçoamento dos mecanismos de defesa dos direitos de investidores constantes do PL nº 2.925/2023.

Publicidade na propositura de ações coletivas e procedimentos arbitrais de empresas que tenham ações negociadas no mercado de valores mobiliários

A arbitragem é um procedimento extrajudicial privado de resolução de disputas, em que as partes atribuem a um ou mais árbitros o poder de decidir um conflito. No direito brasileiro, a arbitragem foi consagrada como mecanismo de resolução de controvérsias com a edição da lei “Marco Maciel” (Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996). Buscava-se encontrar um instrumento que pudesse oferecer mais celeridade e especialização dos julgadores para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis, que são aqueles em que as partes podem livremente dispor.

A partir da edição da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, a arbitragem passou a ser admitida para dirimir controvérsias societárias. Ocorre que, no caso de litígios que envolvem companhias de capital aberto, os conflitos societários entre investidores e administradores ou acionistas controladores apresentam uma dimensão coletiva. Tal coletividade refere-se, no mínimo, a direitos individuais homogêneos² dos investidores da companhia mas, em sentido mais amplo, pode afetar os interesses de todos os participantes do mercado de valores mobiliários tais como debenturistas

²Os interesses dos investidores podem ser considerados direitos individuais homogêneos, pois têm uma origem comum, que é a detenção de algum tipo de valor mobiliário da companhia. Além disso, por se tratar de empresas de livre negociação no mercado de ações, envolvem também toda a coletividade de participantes, que podem adquirir esses valores mobiliários em situação de assimetria informacional.



e cotistas de fundos de investimento. Portanto, a manutenção do sigilo nesses casos é nociva não somente aos investidores, mas ao mercado como um todo.

A preferência pela utilização da arbitragem como forma de solucionar os conflitos societários, em detrimento da tutela judicial, é uma praxe do mercado brasileiro em razão da sua maior celeridade e da alta especialização dos árbitros nas matérias discutidas. De acordo com dados da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), dos procedimentos em andamento em 2022, 84% diziam respeito à matéria societária³. Além disso, a celeridade da arbitragem é demonstrada pelo tempo médio de 19 meses entre o requerimento e a sentença ou pedido de esclarecimentos. Diante desse cenário, não é surpreendente que a procura pelas câmaras de arbitragem tenha crescido significativamente, como é o caso da CAM, que registrou um aumento de mais de 800% em 10 anos (2012 a 2022).

Reconhecendo a importância da arbitragem para o direito societário brasileiro, é importante que a publicidade seja ampla, tendo em vista a dimensão coletiva dos temas societários. Assim, o PL busca conferir maior publicidade ao procedimento arbitral que trata de matéria societária de empresas abertas. Segundo o relatório OCDE (2020), a confidencialidade neste tipo de ação é prejudicial por alguns motivos, que incluem: i) os investidores que podem ser afetados pelas decisões dos árbitros não têm a oportunidade de interferir no processo; ii) as decisões arbitrais sigilosas não geram efeitos reputacionais, que podem ser importantes para deter abusos de poder e gestão fraudulenta; iii) os participantes de mercado não têm acesso a uma importante fonte de informações para entender a conduta dos gestores e acionistas controladores em casos concretos.

A adoção de um regime de maior transparência do procedimento arbitral permitirá que seja criado um banco de dados mais completo e efetivo das decisões arbitrais, construindo um corpo jurisprudencial e permitindo o controle social dos julgamentos aumentando a confiança nas empresas e, em última instância, no mercado.

Portanto, buscou-se aumentar a transparência nas ações judiciais, por meio da obrigação dos autores divulgarem a ação ao mercado no início das demandas societárias de natureza coletiva. A divulgação deverá ocorrer conforme as diretrizes estabelecidas pela CVM, permitindo, por um lado, que outros investidores prejudicados tenham a opção de participar da ação coletiva ou ingressar com ações individuais e, por outro, preservando a confidencialidade de informações sensíveis.

Mecanismos de tutela coletiva para investidores

A Constituição Federal de 1988 expandiu a proteção coletiva de direitos e, conjuntamente com a Lei nº 4.717/65 (Lei da Ação Popular), a Lei nº 7.437/85 (Lei da Ação Civil Pública) e a Lei nº 8.078/90 (Código de Defesa do Consumidor), formam o microsistema de tutela coletiva de direitos. O presente Projeto de Lei buscou inspiração nessas normas de tutela coletiva, de modo a adaptá-las para a dinâmica do direito societário, evitando o ajuizamento de vários processos ou procedimentos arbitrais sobre a mesma causa e tornando a reparação mais eficiente.

³ <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/sobre--estatisticas.html>.



Atualmente, existe uma grande controvérsia sobre a responsabilidade civil por danos causados diretamente aos investidores. A Lei nº 6.404/76 trata dos danos aos acionistas, mas não cuida dos danos indiretos que são aqueles decorrentes de falhas informacionais, que também são importantes. Essas falhas se referem aos casos em que a empresa divulga informações incompletas ou falsas, sejam referentes aos demonstrativos financeiros ou sobre condutas ilícitas praticadas por administradores e funcionários, capazes de afetar as decisões de investimentos.

Para suprir esse vácuo legislativo, o PL faz duas escolhas: a primeira é reconhecer que o principal responsável é o administrador da companhia. A segunda é admitir que o controlador também é responsável se participar da infração ou deixar de cumprir dever legalmente exigido.

A figura do intermediário foi objeto de atenção do projeto. Hoje vigora um sistema que estabelece um padrão de conduta para o intermediário e o ofertante, que são os responsáveis por atestar a veracidade das informações da oferta, mas não há um mecanismo de responsabilização caso esse padrão não seja cumprido. Por isso, foi reconhecida expressamente a responsabilidade do intermediário e do ofertante quando agirem com culpa ou dolo no exercício das suas funções.

A adequada responsabilização civil de controladores e administradores é uma das preocupações centrais do projeto. Os mecanismos de tutela pública e privada atualmente existentes no Brasil não são suficientes para a promoção de uma reparação adequada dos investidores, o que é fundamental para conferir maior segurança e previsibilidade ao mercado de capitais.

Outra preocupação foi com o ajuizamento de ações frívolas. Diante desse risco, o Projeto de Lei estabelece um limite mínimo de participação que pode ser acionário ou financeiro para que a demanda coletiva possa ser ajuizada. Essa medida, aliada à disciplina processual introduzida pelo projeto, ao contrário de aumentar a litigiosidade, deverá contribuir para diminuir a quantidade de ações relativas ao mesmo caso, ao mesmo tempo em que deverá aumentar o número de decisões de mérito dessas ações que, atualmente, esbarram em entraves processuais.

Todas essas medidas aperfeiçoam a disciplina das ações judiciais, de forma a superar os atuais obstáculos processuais que, na maioria das vezes, impedem as ações de terem uma decisão final de mérito.

Reequilíbrio de riscos e benefícios para os autores de ações de responsabilidade

Há um grande desequilíbrio entre os incentivos econômicos e os riscos de um acionista e demais investidores proporem ação de ressarcimento por prejuízos causados por controladores e administradores. Se os danos são pulverizados, mas ao mesmo tempo coletivos, pois atingem todos os investidores, o custo da ação individual acaba sendo muito alto, pois tem como base o valor total do dano e envolve despesas realizadas na fase de coleta de provas (*discovery*).

Atualmente, a Lei prevê que a sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% e prêmio de 5% ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.



O percentual do prêmio para o autor, por ser baixo, acaba desincentivando a propositura de ações judiciais, fazendo com que investidores por vezes optem por absorver os prejuízos que poderiam ter sido eventualmente reparados na justiça, situação que contribui para uma menor confiança no mercado e afasta investimentos.

Desta forma, no atual cenário legal, o ajuizamento de uma demanda dessa natureza é altamente improvável, tendo em vista o grau elevado de risco envolvido nesse tipo de ação. Conforme explicitado pelo estudo da OCDE (2020), a probabilidade de sucesso deve ser superior a 76,9% para que um investidor minoritário considere propor a demanda, considerando o atual prêmio sopesado com a possibilidade de pagamento de 10% a 20% em honorários de sucumbência em caso de perda.

De modo a equilibrar os incentivos, o prêmio atribuído ao autor foi elevado dos atuais 5% para 20%, calculados sobre o valor total da indenização. Com o aumento desse percentual, o autor da ação tem um estímulo maior para propor a ação. Havendo mais de um autor, o prêmio será repartido, de acordo com a participação de cada um deles no processo.

Outro mecanismo de balanceamento foi a modificação do critério de legitimidade para a propositura da ação de responsabilidade, que foi reduzida dos atuais 5% do capital social para 2,5% do capital social ou titularidade de valores mobiliários que representem 50 milhões de reais, atualizado anualmente pelo IPCA. Essa medida contribui para ampliar a legitimidade para a proposição de ações sem, contudo, estimular o ingresso de ações frágeis quanto ao embasamento legal ou fático, com baixa probabilidade de sucesso.

No caso das ações de danos indiretos, foi proposta regra no art. 159 da Lei nº 6.404/76 para que, uma vez ajuizada a ação pelo acionista, a companhia não possa propor ação independente. Este dispositivo tem por objetivo resguardar o direito do acionista que teve a iniciativa de entrar com a ação, assumindo o risco e, ao mesmo tempo, prevenir eventual conflito de interesse com a companhia que teve a oportunidade de ingressar previamente com a ação e optou por não o fazer.

A sistemática dos acordos, que pode ser um caminho natural em litígios societários, também é disciplinada pelo PL. Dada a sua importância, para a sua celebração, foi criado um mecanismo de legitimação. Os acordos devem ser aprovados na assembleia-geral, o que lhes confere maior publicidade. Além disso, adicionou-se a previsão de veto ao acordo caso acionistas que representem 10% do capital votante deliberem pela sua rejeição, hipótese na qual o processo judicial ou procedimento arbitral retoma seu curso até a decisão final de mérito.

Fortalecimento dos poderes da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, como autarquia reguladora do mercado de valores mobiliários, desempenha um papel fundamental para garantir a higidez do mercado de capitais brasileiro. Para cumprir com eficácia sua missão institucional, é necessário que tenha poderes para conduzir investigações efetivas.



Para tanto, foram inseridos dispositivos ao art. 9º da Lei nº 6.385/1976, de modo a tornar mais claras as suas atribuições, reforçando o seu papel de agente regulador, especialmente na fiscalização e busca de elementos de autoria e materialidade, por meio de:

- ampliação do poder da CVM para a realização de investigações, mediante inspeções e requisições de busca e apreensão junto ao Poder Judiciário;
- participação da CVM como *amicus curiae* em matérias de sua competência submetidas à arbitragem, obrigando as instituições arbitrais a intimarem a CVM para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos; e
- delegação de competência à CVM para reduzir os percentuais mínimos de participação para legitimar a propositura de ações e aprovação de transações que visem o encerramento de ações de responsabilidade e permitir à CVM utilizar outros parâmetros como referência, além do capital social.

Eliminação da exoneração automática de responsabilidade de administradores e conselheiros fiscais

Pela legislação atual, a aprovação das demonstrações financeiras e das contas sem reservas exonera os administradores e integrantes do conselho fiscal de responsabilidade (salvo erro, dolo, fraude ou simulação). A exoneração abrange até condutas de gestão que não foram explicitamente referidas nas demonstrações financeiras e em outros documentos apresentados à assembleia de acionistas.

Uma eventual responsabilização por atos lesivos de administradores após a aprovação das contas hoje é morosa e de implementação difícil, pois exige que o acionista minoritário ingresse previamente com uma ação de anulação da aprovação das contas para, somente então, buscar a responsabilização de administradores e fiscais por danos causados à companhia.

Assim, a eliminação da exoneração automática da responsabilidade dos administradores como efeito da aprovação das demonstrações financeiras anuais é um aprimoramento importante desse Projeto de Lei. Essa exoneração dependerá de uma deliberação específica em assembleia geral, com escopo limitado.

Conclusão

O Projeto de Lei representa um importante aprimoramento do arcabouço legal, ao conferir maior segurança jurídica aos investidores, seja no caso dos procedimentos arbitrais ou no ajuizamento de demandas coletivas no Poder Judiciário. As medidas propostas aproximarão o Brasil dos mercados internacionais mais desenvolvidos.

A atual lacuna na responsabilização dos administradores e acionistas controladores por prejuízos causados às companhias de capital aberto tem representado um desafio para a aplicação da Lei em casos concretos. Nesse contexto, o Projeto de Lei procura suprir essa carência, por meio da nova



possibilidade de ações civis coletivas de responsabilidade, bem como pelo reequilíbrio de riscos e benefícios nos processos judiciais.

Além disso, o aumento da publicidade nos procedimentos arbitrais e judiciais, o fortalecimento do papel crucial desempenhado pela CVM na regulação do mercado de capitais e a eliminação da exoneração automática das contas dos administradores e fiscais também são medidas que terão um impacto significativo ao democratizar e ampliar as possibilidades de reparação de danos causados às companhias.

As alterações legislativas propostas contribuirão significativamente para a melhoria da governança corporativa das empresas, resultando em maior confiança dos investidores no mercado de capitais. Ademais, espera-se que essas mudanças estimulem a obtenção de financiamento fora do sistema bancário, diversificando as fontes de financiamento das companhias abertas.

Proteger os direitos dos acionistas minoritários, cotistas, debenturistas e outros investidores é um aspecto estruturante para o mercado de capitais brasileiro. Um mercado mais eficiente e transparente contribui para reduzir o custo de capital das empresas e aumentar a credibilidade do Brasil no cenário internacional, impulsionando investimentos e favorecendo o crescimento econômico, com maior geração de emprego e renda.