



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS
ESCOLA DE DIREITO, NEGÓCIOS E COMUNICAÇÃO
NÚCLEO DE PRÁTICA JURÍDICA
COORDENAÇÃO ADJUNTA DE TRABALHO DE CURSO
TRABALHO DE CURSO II**

**“A FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY”:
O ESCÂNDALO DA PETROBRÁS E A SUA RESPONSABILIDADE FRENTE AOS
ACIONISTAS SOB A JURISDIÇÃO BRASILEIRA.**

ORIENTANDO (A) – RAFAELA DO VALE ROCHA
ORIENTADOR- PROF. DR. NIVALDO DOS SANTOS

GOIÂNIA-GO
2025/1

“A FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY”:
O ESCÂNDALO DA PETROBRÁS E A SUA RESPONSABILIDADE FRENTE AOS
ACIONISTAS SOB A JURISDIÇÃO BRASILEIRA.

Artigo Científico (ou Monografia Jurídica) apresentado
à disciplina Trabalho de Curso II, da Escola de Direito
, Negócios e Comunicação da Pontifícia Universidade
Católica de Goiás(PUCGOIÁS).
Prof. Orientador – Dr. Nivaldo dos Santos

SUMÁRIO

RESUMO.....	4
INTRODUÇÃO.....	5
1 “A FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY”	
1.1 ASPECTOS GERAIS.....	9
1.2 IMPORTÂNCIA NO MERCADO.....	11
2 “O ESCÂNDALO DA PETROBRÁS”	
2.1 EXPLICAÇÃO DO CASO.....	13
2.2 RELAÇÃO ENTRE “A FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY” E O ESCÂNDALO DA PETROBRÁS”.....	15
3 “A FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY” SOB AS JURISDIÇÕES NO CASO DA PETROBRÁS	
3.1 SOB A JURISDIÇÃO BRASILEIRA.....	17
3.2 SOB A JURISDIÇÃO NORTE-AMERICANA.....	19
4 PROJETO DE LEI 2925/2023.....	23
5 CONCLUSÃO.....	26
6 REFERÊNCIAS.....	28

RESUMO

A "Fraud-on-the-Market Theory" (Teoria da Fraude no Mercado) é uma doutrina do direito financeiro que visa proteger os investidores em mercados de capitais, permitindo que busquem reparação coletiva sem a necessidade de provar individualmente o impacto de fraudes ou omissões em informações financeiras. Essa teoria, consolidada pelo caso *Basic Inc. v. Levinson* em 1988, parte do princípio de que, em mercados eficientes, os preços das ações refletem as informações publicamente disponíveis. Quando informações fraudulentas ou distorcidas são divulgadas, elas afetam automaticamente o preço das ações, prejudicando todos os investidores que basearam suas decisões nessas informações. A teoria foi aplicada em vários casos emblemáticos, como o escândalo da Petrobras, onde a manipulação de informações financeiras resultou em prejuízos significativos para investidores internacionais. A aplicação da "Fraud-on-the-Market Theory" foi crucial para que esses investidores buscassem reparação de forma coletiva, sem precisar demonstrar individualmente os danos sofridos, e culminou em um acordo de indenização de 3 bilhões de dólares. Este caso ilustra a importância da teoria na manutenção da transparência e integridade dos mercados financeiros. Além disso, o Brasil, embora ainda tenha limitações na aplicação da teoria, vem buscando adaptar sua legislação e fortalecer mecanismos de proteção para investidores, especialmente os minoritários. O Projeto de Lei nº 2.925/2023, em discussão no Congresso Nacional, propõe modernizar a regulamentação do mercado de capitais brasileiro, criando um sistema mais eficiente de ações coletivas, permitindo que investidores lesados por fraudes ou omissões busquem reparação sem comprovar individualmente o impacto da fraude. O projeto também fortalece a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e aumenta a responsabilidade dos administradores corporativos, alinhando o sistema brasileiro com as melhores práticas internacionais. Essas mudanças visam aumentar a confiança dos investidores, proteger os acionistas minoritários e melhorar a governança corporativa no Brasil. O Projeto de Lei reflete um esforço contínuo para garantir a transparência no mercado financeiro, o que pode resultar em maior segurança para os investidores e atrair mais capital estrangeiro para o país, promovendo o crescimento econômico. Ao adaptar a "Fraud-on-the-Market Theory" ao contexto brasileiro, espera-se contribuir para um mercado de capitais mais eficiente, justo e seguro.

Palavras-chave : fraude, mercado, petrobrás.

INTRODUÇÃO

Pretende-se com este trabalho discutir e entender as relações entre “A Fraud-on-the-Market theory”, o escândalo da Petrobrás e a responsabilidade da empresa frente aos acionistas sob a jurisdição brasileira. De forma a levar em consideração que este caso teve impacto profundo na justiça e na economia brasileira, em que gerou prejuízos significativos para, principalmente, os investidores.

Ao abordar este tema, busca-se concluir como “A Fraud-on-the-Market theory” deveria ter sido aplicada para responsabilizar a Petrobrás pelos danos sofridos por seus acionistas diante de variações na cotação de suas ações por fraude, dentro do escopo da justiça brasileira.

A delimitação do tema se justifica pela necessidade de explorar a aplicação prática da “A Fraud-on-the-Market theory”, termo utilizado nos Estados Unidos, no contexto jurídico brasileiro. E, para compreender melhor este assunto, é fundamental relacioná-lo ao caso da Petrobrás, pois este tema permite, diante um estudo de caso, discutir a responsabilidade das empresas pela disseminação de informações falsas ou enganosas, que afetam o valor de suas ações e prejudicam os investidores.

A relevância social do tema é inegável, uma vez que os prejuízos decorrentes de fraudes corporativas não afetam apenas estas empresas, mas também a relação de confiança entre elas e os acionistas no mercado financeiro.

Do ponto de vista jurídico, a pesquisa contribui para o entendimento de como a justiça brasileira pode lidar com casos semelhantes e garantir a proteção dos investidores, além da responsabilização das empresas que causarem estes danos em decorrência de fraudes.

Os conhecimentos já existentes sobre “A Fraud-on-the-Market theory” são eficazes, especialmente no direito americano, em que essa teoria é utilizada para facilitar ações coletivas de investidores prejudicados por informações falsas divulgadas por empresas. No entanto, no Brasil esta teoria ainda não é aplicada, o que torna esta pesquisa ainda mais relevante para expandir esse campo de estudo. Assim, a análise do escândalo da Petrobrás dentro deste marco teórico pode trazer novas perspectivas para o direito empresarial e para a proteção dos investidores no país.

Finalmente, a pesquisa fornecerá resultados úteis para advogados, juízes e reguladores do mercado financeiro, ao demonstrar como a teoria da fraude no mercado financeiro pode ser aplicada no Brasil e quais são as possíveis implicações legais para empresas

e investidores. Além disso, os resultados poderão contribuir para a legislação brasileira em termos de responsabilização corporativa e proteção ao mercado de capitais, contribuindo para a construção da relação de confiança entre as empresas e seus acionistas.

Este trabalho terá como referência o artigo científico Referencial Teórico artigos científicos que visam abordar a evolução da “Fraud-on-the-Market theory” e sua relevância no escândalo da Petrobras, destacando as implicações legais da responsabilidade corporativa frente aos acionistas na jurisdição brasileira, além das leis brasileiras e estadunidenses.

A obra “The Fraud on the Market Theory: The Debate Rages On”, (Stanek,1989), é fundamental para o entendimento do que é, de fato, a expressão “A fraud on the market theory”. Este é um ponto crucial para o início desta pesquisa, pois é necessário o conhecimento claro do tema, para que se possa compreendê-lo.

Além desta obra já mencionada, também, será analisado o artigo “Efficient Capital Markets the Crash and the Fraud on the Market Theory”, (Fischel,1989). Serão observados, neste, como agem os mercados de eficiência perante fraudes que ocorrem nele. Além disto, esta obra será indispensável para a construção de um pensamento de eficiência para o mercado brasileiro.

Como forma de entender melhor o estudo de caso, é fundamental estar familiar ao “Escândalo da Petrobrás”, assim, para essa compreensão, o artigo “A Petrobrás nas teias da corrupção: mecanismos discursivos da mídia brasileira na cobertura da Operação Lava Jato”, (Medeiros, 2017), será alvo de análise para a construção deste estudo.

Por fim, será estudada a Responsabilidade Corporativa da Petrobras e a Jurisdição Brasileira No Brasil, a legislação que trata da proteção dos investidores e do mercado de capitais é regulada principalmente pela Lei 6.385/1976 e pela Lei das S.A. (6.404/1976), que estabelecem as responsabilidades das empresas e de seus administradores perante os acionistas. Que, desta forma, será comparada as leis de âmbito federal dos Estados Unidos, a *Securities Act* de 19331 (lei que regula os valores mobiliários) e a *Securities Exchange Act* de 19342 (lei do mercado de capitais), são as leis que protegem os investidores norte-americanos contra fraudes, declarações falsas e enganosas e a falta de divulgação de informações relevantes

O Objetivo Geral do trabalho será discutir a abrangência do tema, a responsabilidade da Petrobrás frente aos acionistas prejudicados sob a jurisdição brasileira, e as hipóteses de seu cabimento. De forma mais específica, analisar o conceito da “Fraud-on-the-Market Theory”, estudar a teoria da fraude no mercado, sua origem nos Estados Unidos e

a proteção dos investidores e acionistas, examinar a aplicabilidade da teoria no contexto jurídico brasileiro, debater o escândalo da Petrobras e os seus efeitos sobre os acionistas, investigar como o escândalo da Petrobras, envolvendo fraudes e corrupção, afetou os acionistas, avaliar a responsabilidade da Petrobras sob a perspectiva dos acionistas, comparar com a jurisprudência internacional e propor soluções ou recomendações para o aprimoramento do sistema de proteção aos acionistas no Brasil.

Os problemas e as hipóteses serão: qual a relação entre o escândalo da petrobras e “A Fraud on the Market Theory”? a aplicação da “Fraud on the Market Theory”; no contexto do escândalo da Petrobras pode ser limitada no Brasil, pois essa teoria, originária do direito americano, pressupõe um mercado eficiente onde a informação divulgada afeta imediatamente o preço das ações. No caso da Petrobras, a manipulação de informações financeiras pode ter causado prejuízos aos acionistas, mas a aplicação direta dessa teoria em território brasileiro pode ser limitada devido às diferenças entre os sistemas jurídicos dos dois países e à falta de precedentes sobre essa teoria no Brasil.

Quais foram os efeitos da jurisdição brasileira aplicada neste caso? A jurisdição brasileira, baseada principalmente no Código Civil e na Lei das Sociedades por Ações, teve o efeito de focar na responsabilidade objetiva da Petrobras perante seus acionistas, impondo medidas de reparação financeira e promovendo o fortalecimento da governança corporativa, mas sem adotar a teoria da fraude de mercado como um princípio central. Assim, as ações no Brasil podem ter se concentrado mais em reparações por danos causados por atos ilícitos da administração e menos na manipulação de informações no mercado financeiro.

Quais são as diferenças entre a jurisdição brasileira e a americana sobre o mesmo tema? A principal diferença entre a jurisdição brasileira e a americana no tema da “Fraud on the Market Theory”; está na abordagem quanto à responsabilidade pelas informações divulgadas pelas empresas. Nos Estados Unidos, essa teoria permite aos acionistas presumir que qualquer informação material falsa ou enganosa impacta diretamente o preço das ações, facilitando a obtenção de indenizações. No Brasil, o sistema é mais focado em responsabilizar diretamente os administradores e executivos por atos ilícitos, com uma aplicação mais limitada da presunção de impacto no preço das ações. Isso torna as demandas de acionistas mais dependentes de provas diretas da responsabilidade da empresa e de seus gestores.

A metodologia a ser utilizada na elaboração da pesquisa será a exploratória-expliativa e a pesquisa de estudo de caso, abordando as hipóteses de cabimento e a importância da jurisdição brasileira em processos envolvendo acionistas.

O trabalho será realizado através do estudo de caso do “Escândalo da Petrobrás”, com análise da jurisdição estadunidense e a brasileira, onde ocorreram os dois processos sobre o mesmo caso, com resultados completamente diferentes. Além do apreço a artigos científicos de renomados autores, os quais me identifico, sobre o tema.

1 “A FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY”

1.1 ASPECTOS GERAIS

“A Fraud-on-the-market theory”, a teoria da fraude no mercado, é uma doutrina jurídica desenvolvida no contexto do direito dos mercados de capitais, particularmente nos Estados Unidos. Ela sustenta que, em um mercado eficiente, as informações materialmente falsas ou enganosas divulgadas por uma empresa, afetam diretamente o preço de suas ações, prejudicando investidores que tomam decisões com base na suposição de que o preço reflete todas as informações disponíveis (Eizirik, 2017, p.86).

Essa teoria foi reconhecida pela Suprema Corte dos EUA e é, principalmente, utilizada em ações coletivas de valores mobiliários (Goldberg; Zipursky, 2013). A premissa central da teoria é o conceito de "eficiência de mercado", que pressupõe que o preço de uma ação em um mercado eficiente reflete todas as informações públicas relevantes sobre a empresa (The United States Supreme Court, 2014).

Nesse cenário, qualquer informação falsa ou enganosa divulgada ao público se traduz em uma precificação incorreta dos ativos, induzindo os investidores a prejuízos. Com essa teoria, elimina-se o problema fatal que é a consequência da manipulação por meio de “fakenews” ou informações que distorçam os verdadeiros valores de mercado das empresas (Goldberg, Zipursky, 2013, p.150).

Seus aspectos gerais envolvem elementos estruturais do mercado, fundamentos econômicos, e o impacto no âmbito legal e social. Seus princípios básicos como presunção de mercado eficiente, que significa um mercado eficiente são aqueles no qual os preços dos ativos refletem rapidamente todas as informações públicas disponíveis. Esse conceito é central para a aplicação da teoria, pois pressupõe que qualquer informação falsa ou enganosa transmitida ao mercado impacta o preço das ações, independentemente de os investidores terem acesso direto a essa informação (Eizirik, 2017).

Também, a materialidade da informação, ou seja, apenas informações materialmente relevantes podem afetar o preço de mercado de forma significativa. A materialidade é um conceito jurídico que se refere à capacidade da informação de influenciar decisões de investimento razoáveis. Além disso, a proteção dos investidores, essa teoria reconhece que, em mercados complexos, a confiança na integridade do mercado é essencial

para os investidores. Assim, protege não apenas investidores sofisticados, mas também os de menor porte, que confiam na precificação justa como um reflexo das condições de mercado (Stanek, 1989).

Nesse sentido, os benefícios e aplicações da “A Fraud-on-the-Market Theory” facilita a responsabilização de emissores de informações falsas ou enganosas, permitindo que investidores processem empresas por danos causados pela manipulação de preços de ações. Em ações coletivas, como no caso Petrobrás, a teoria elimina a necessidade de comprovação individual de confiança em declarações específicas, criando uma presunção geral de confiança no preço de mercado. Essa abordagem é particularmente relevante em mercados globalizados, onde a divulgação de informações incorretas pode causar danos a milhares de investidores em diferentes jurisdições (Araújo, 2018).

Os aspectos gerais da “Fraud-on-the-Market Theory” mostram sua importância como ferramenta para assegurar a transparência e a confiança nos mercados financeiros. Apesar de suas limitações e desafios de implementação, especialmente em mercados menos desenvolvidos, ela permanece uma referência fundamental para a proteção dos investidores e a regulação dos mercados de capitais (Stanek, 1989).

1.2 IMPORTÂNCIA NO MERCADO

A Importância da “Fraud-on-the-Market Theory” no Mercado de Capitais desempenha um papel crucial no fortalecimento da integridade e da confiança nos mercados de capitais. Ao estabelecer que informações falsas ou enganosas divulgadas por empresas podem impactar diretamente os preços de suas ações, a teoria cria um mecanismo de proteção para investidores e incentiva a transparência e a responsabilidade corporativa (Eizirik, 2017).

Sua relevância está associada à necessidade de equilíbrio entre o livre funcionamento do mercado e a proteção contra práticas desleais. A teoria reforça a obrigação das empresas de divulgar informações precisas, completas e verdadeiras ao mercado. Em um ambiente financeiro globalizado, onde decisões de investimento são tomadas rapidamente, a confiança no fluxo de informações é essencial (Araújo, 2018).

Quando as empresas sabem que podem ser responsabilizadas por declarações enganosas, elas tendem a adotar práticas de governança mais rigorosas, promovendo a transparência. Também, a proteção dos investidores é uma das principais importâncias da “Fraud-on-the-Market Theory” é proteger investidores que dependem dos preços de mercado como reflexo de informações disponíveis. Pequenos e grandes investidores, ao confiarem na precificação de ativos, têm a segurança de que suas decisões estão baseadas em informações legítimas (Araújo, 2018).

O incentivo à eficiência de mercado ao coibir práticas fraudulentas, a teoria contribui para a eficiência dos mercados. Preços de ativos que refletem corretamente as condições de mercado e as informações disponíveis aumentam a alocação eficiente de recursos econômicos, fortalecendo o funcionamento do sistema financeiro. (Araújo, 2018).

As implicações econômicas e reputacionais a aplicação da “Fraud-on-the-Market Theory” desencoraja comportamentos corporativos que possam prejudicar a confiança dos investidores. Empresas que se envolvem em fraudes de mercado enfrentam não apenas litígios e penalidades financeiras, mas também danos reputacionais significativos. Isso incentiva as corporações a adotar uma postura mais ética e responsável, promovendo mercados mais seguros (Fischel, 1989).

No Contexto Brasileiro, a importância da teoria seria de extrema importância em diversos casos de escândalos como, o principal tema deste artigo Petrobras, e, dentre outros como as Americanas, em que informações fraudulentas geraram prejuízos bilionários para investidores. Assim, apesar de a teoria ainda não ser plenamente aplicada no país, sua discussão destaca a necessidade de aprimorar a regulamentação do mercado de capitais brasileiro e de criar mecanismos para responsabilizar empresas por práticas enganosas (Figueiredo, 2016).

2 “O ESCÂNDALO DA PETROBRÁS”

2.1 EXPLICAÇÃO DO CASO

O “Escândalo da Petrobrás”, também conhecido como “Operação Lava Jato” foi uma das maiores e mais abrangentes investigações de corrupção e lavagem de dinheiro na história do Brasil. Iniciada em março de 2014, sob a coordenação da Polícia Federal, Ministério Público Federal e Justiça Federal, a operação teve como objetivo investigar um esquema bilionário de desvio de recursos da Petrobras, a maior empresa estatal do país.

O esquema em questão envolvia grandes empreiteiras, políticos, executivos da Petrobras e intermediários, todos ligados por um intrincado sistema de propinas, contratos fraudulentos e lavagem de dinheiro. Diante disso, essa operação se destacou pela sua magnitude, tendo um grande impacto na política e economia brasileiras, principalmente, de forma direta aos acionistas da empresa.

A Operação Lava Jato teve início a partir de investigações sobre o escândalo do Banestado nos anos 1990, no qual o doleiro Alberto Youssef foi acusado de movimentar recursos de corrupção para fora do Brasil. Assim, em 2013, a Polícia Federal flagrou o doleiro, Youssef, pagando propina ao diretor da Petrobras, Paulo Roberto Costa, o que levou a investigação a se concentrar na estatal e ampliar para um esquema envolvendo empreiteiras, políticos e grandes projetos de infraestrutura.

Nessa linha e, após esta situação flagrada, a operação começou oficialmente em março de 2014, com as prisões de Youssef e Costa. Inicialmente focada em lavagem de dinheiro em postos de combustíveis e lava a jatos, a Operação se revelou um extenso esquema de corrupção, principalmente na Petrobras, gerando um grande impacto na política e economia brasileira.

Como principal objetivo deste artigo, é importante destacar os resultados deste caso, de forma que impacta no assunto abordado. Dentre eles, as grandes perdas financeiras para a empresa que afetaram negativamente a confiança dos investidores no Brasil.

Nesse contexto, de forma impactante e surpresa, a Petrobras, que estava em um processo de expansão e investimentos em grandes projetos, viu sua reputação abalada, o

que gerou uma queda no valor de suas ações e um aumento nos custos financeiros da empresa.

2.2 RELAÇÃO ENTRE “A FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY” E O “ESCÂNDALO DA PETROBRÁS”

A “Fraud-on-the-Market Theory” (Teoria da Fraude no Mercado) e o “Escândalo da Petrobras” estão interligados de forma importante quando se considera o impacto da fraude corporativa no mercado de ações e na confiança dos investidores.

A teoria da fraude no mercado, como já exposto, é um conceito legal, especialmente nos Estados Unidos, que sugere que as informações falsas ou enganosas divulgadas por empresas podem afetar o preço de suas ações, prejudicando os investidores que compram ou vendem com base nessas informações distorcidas. Essa teoria é fundamental em casos de fraude corporativa, pois postula que o mercado é eficiente em processar as informações divulgadas publicamente e, portanto, qualquer manipulação dessas informações afeta diretamente o valor de mercado da empresa, prejudicando os acionistas e investidores.

No caso em tela, a teoria da fraude no mercado é aplicável no impacto das informações fraudulentas e das práticas corruptas divulgadas durante a Operação Lava Jato. Este esquema de corrupção, que incluía fraudes em licitações, superfaturamento de contratos e pagamento de propinas a políticos e empresários, teve uma consequência direta sobre o valor de mercado da empresa. A fraude nos processos de governança e os desvios de recursos públicos afetaram a transparência financeira e a integridade da companhia, resultando em uma desvalorização significativa de suas ações na bolsa de valores.

Quando os esquemas de corrupção e as más práticas foram expostos, os investidores que possuíam, de boa-fé, ações da Petrobras, passaram a enfrentar grandes perdas, pois o valor da empresa foi severamente impactado pela revelação dos desvios de recursos e pela ineficiência na gestão. A operação Lava Jato e suas descobertas levaram a uma desconfiança generalizada em relação à empresa e ao governo, o que prejudicou a percepção de segurança para os investidores no Brasil, e, mais especificamente, na Petrobras.

O escândalo fez com que as ações da estatal perdessem valor no mercado, afeta tanto investidores locais, quanto internacionais. A teoria da fraude no mercado é, pois justificável como a divulgação de informações fraudulentas ou enganosas pode prejudicar os investidores que não têm acesso a informações internas. No caso da Petrobras, a manipulação de contratos, o superfaturamento e as propinas não eram informações publicamente

conhecidas, mas quando foram expostas, o mercado reagiu de forma negativa, refletindo a perda de valor da empresa e a desconfiança no mercado de ações brasileiro.

Dessa forma, é inegável a violação dos princípios da transparência e da justiça no mercado financeiro. Portanto, conclui-se que a “Fraud-on-the-Market Theory” fornece um quadro teórico importante para entender como a fraude corporativa e os escândalos como o da Petrobras afetam não apenas a empresa diretamente envolvida, mas também os investidores e o mercado financeiro de maneira geral. Nessa linha, ela, também, ilustra a relação entre a confiança no mercado de ações, a integridade das informações e os danos financeiros causados por práticas fraudulentas em grandes corporações.

3 “A FRAUD-ON-THE-MARKET THEORY” SOB AS JURISDIÇÕES NO CASO DA PETROBRÁS

3.1 SOB A JURISDIÇÃO BRASILEIRA

A “Fraud-on-the-Market Theory”, já conceituada e mencionada ao longo do artigo, embora seja amplamente aplicada no sistema legal norte-americano, no Brasil não conta com uma aplicação direta e formal, o que levanta questões sobre a proteção dos investidores em casos de fraudes corporativas.

No Brasil, o sistema jurídico de valores mobiliários é regido principalmente pela Lei nº 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), responsável por regular e fiscalizar o mercado de capitais. Essa lei estabelece mecanismos para a proteção dos investidores, mas a aplicação da “Fraud-on-the-Market Theory” não é explícita no ordenamento jurídico brasileiro, ou seja, a clareza da relação entre acionistas e empresas não é explícita da forma que deveria.

No entanto, isso não significa que os investidores brasileiros não possam buscar reparação em casos de fraudes no mercado de ações, mas a teoria norte-americana não é diretamente reconhecida ou adotada. O sistema jurídico brasileiro prevê ações de responsabilidade civil e penal em casos de fraudes nos mercados financeiros, como as que ocorreram no caso do “Escândalo da Petrobras”. Quando há a divulgação de informações fraudulentas ou omissões relevantes que impactam o valor das ações de uma empresa, os investidores prejudicados podem buscar compensação através de processos judiciais.

Contudo, ao contrário do que rege “Fraud-on-the-Market Theory”, o Brasil não adota uma presunção automática de que todos os investidores sofreram perdas devido à manipulação de informações, o que significa que é necessário comprovar o impacto específico da fraude sobre as decisões individuais dos investidores. No caso da Petrobras, por exemplo, os investidores que sofreram perdas devido à fraude envolvendo a manipulação de contratos e superfaturamento de projetos poderiam buscar reparação. Porém, a jurisprudência brasileira não aplica a teoria de forma tão ampla como no sistema legal dos Estados Unidos, onde um investidor pode recorrer à presunção de que as informações fraudulentas afetaram o preço do ativo de forma geral, independentemente de comprovação individual.

Além disso, o Brasil possui um sistema judicial com diferentes abordagens em relação à responsabilização de empresas e agentes financeiros. A CVM, que supervisiona as práticas no mercado de capitais, tem a competência para investigar e punir comportamentos fraudulentos, mas as ações de compensação para investidores prejudicados geralmente dependem de processos judiciais privados, nos quais é necessário demonstrar o dano causado por uma fraude.

A falta de aplicação formal da “Fraud-on-the-Market Theory” no Brasil pode ser vista como uma limitação no sistema de proteção dos investidores, pois, ao não adotar uma presunção de que todos os investidores foram afetados por uma fraude corporativa, é mais difícil garantir a reparação dos danos de maneira rápida e eficiente.

Dessa forma, conclui-se que, embora a “Fraud-on-the-Market Theory” seja uma ferramenta importante no sistema jurídico norte-americano, sua aplicação no Brasil é limitada. O país adota um modelo diferente para lidar com fraudes no mercado financeiro, no qual os investidores precisam demonstrar o impacto direto das informações fraudulentas sobre suas decisões de investimento, em vez de presumir que todos os investidores foram prejudicados de forma igualitária. Isso resulta em um sistema de compensação mais complexo, mas que, ainda assim, busca garantir a transparência e a justiça para os investidores afetados por fraudes corporativas.

3.2 SOB A JURISDIÇÃO NORTE-AMERICANA

A Fraud-on-the-Market Theory (Teoria da Fraude no Mercado) surgiu como teoria central no direito financeiro norte-americano, especificamente no contexto das ações coletivas (class actions) movidas por investidores que foram prejudicados por informações fraudulentas divulgadas por empresas de capital aberto. Ela foi desenvolvida para facilitar o processo de litígios em fraudes no mercado de valores mobiliários, permitindo que os investidores busquem reparação sem a necessidade de comprovar individualmente que foram afetados pela fraude.

A teoria é amplamente aplicada nos tribunais dos Estados Unidos, e sua principal contribuição foi tornar mais eficiente a busca por justiça em casos de manipulação de informações financeiras e de mercado. A “Fraud-on-the-Market Theory” foi consolidada nos Estados Unidos em 1988, no caso emblemático *Basic Inc. v. Levinson*. Neste julgamento, a Suprema Corte dos EUA estabeleceu que, em mercados eficientes, como o mercado de ações, as informações publicadas por empresas, definitivamente, afetam automaticamente os preços das ações, e, portanto, qualquer distorção nessas informações (fraude) afetará o preço do ativo e, por consequência, prejudicará todos os investidores que compraram ou venderam ações com base nessas informações enganosas.

Dessa forma, nota-se que a teoria parte da premissa de que, em mercados eficientes, o preço de um ativo reflete toda a informação disponível publicamente. Ou seja, quando uma empresa divulga informações fraudulentas ou omite informações relevantes, o preço das ações é alterado de maneira distorcida, prejudicando todos os investidores que basearam suas decisões de compra ou venda nessas informações.

Os requisitos para Aplicação da Teoria Embora a Fraud-on-the-Market Theory permita que os investidores busquem reparação sem a necessidade de comprovar individualmente o impacto da fraude, sua aplicação em ações coletivas exige que o litígio atenda a alguns requisitos fundamentais: 1. Mercado eficiente: O mercado onde as ações da empresa foram negociadas deve ser eficiente. Em outras palavras, deve haver uma ampla divulgação pública de informações, de modo que o preço das ações reflita as informações disponíveis, seja elas verdadeiras ou fraudulentas. 2. Fraude em informações materiais: Deve haver uma fraude ou omissão de informações materiais que tenha impactado o preço

das ações. Isso pode incluir a divulgação de informações falsas sobre os resultados financeiros da empresa, o não cumprimento de regulamentações, ou práticas de contabilidade fraudulentas. 3. Causalidade: Deve ser demonstrado que a fraude realmente afetou o preço das ações. Ou seja, o investidor precisa provar que o preço da ação foi artificialmente inflado ou depreciado devido à fraude ou à omissão de informações. 4. Class Action (Ação Coletiva): A teoria é frequentemente aplicada em ações coletivas, onde um grupo de investidores processa a empresa de forma conjunta, sem a necessidade de provas individuais de danos. O grupo deve ser representado por um “lead plaintiff” (autor principal), que representará os interesses dos demais investidores. Exemplos de Aplicação A Fraud-on-the-Market Theory foi aplicada em diversos casos emblemáticos nos tribunais dos Estados Unidos.

Outro exemplo importante foi o caso envolvendo a empresa Enron, uma gigante do setor de energia que se envolveu em um escândalo de fraudes contábeis e manipulação de resultados financeiros no início dos anos 2000. O escândalo prejudicou milhares de investidores que compraram ações da empresa com base nas informações fraudulentas divulgadas, e a Fraud-on-the-Market Theory foi crucial para permitir que os investidores buscassem reparação coletiva, sem a necessidade de provar individualmente os danos.

A Fraud-on-the-Market Theory é um componente fundamental do direito dos valores mobiliários nos Estados Unidos, proporcionando uma maneira de proteger os investidores que foram prejudicados por fraudes e manipulações no mercado financeiro. Ela permite que os investidores busquem reparação coletiva sem a necessidade de provas individuais detalhadas sobre os danos sofridos.

O processo envolvendo a Petrobras nos Estados Unidos, especialmente relacionado à Operação Lava Jato e suas ramificações internacionais, gerou uma série de litígios, especialmente em tribunais norte-americanos. Embora o foco do escândalo tenha sido principalmente a corrupção interna no Brasil, várias ações judiciais foram movidas por investidores que alegaram ter sofrido prejuízos devido às informações fraudulentas e à manipulação de mercado associadas ao caso.

A “Fraud-on-the-Market Theory” teve implicações importantes no contexto do processo da Petrobras nos tribunais dos Estados Unidos, especificamente em relação às ações coletivas (class actions) movidas por investidores que compraram ações da empresa

com base em informações financeiras manipuladas ou omissões relevantes que afetaram o preço das ações da Petrobras.

Dessa forma, o processo do caso da Petrobras nos Estados Unidos começou a ganhar destaque após a revelação da Operação Lava Jato. Por consequência disso, a Petrobras foi acusada de práticas de corrupção, lavagem de dinheiro e manipulação de seus relatórios financeiros para ocultar o impacto das perdas resultantes dessas práticas.

Com isso, investidores internacionais que haviam adquirido ações da Petrobras, principalmente nos Estados Unidos, começaram a processar a empresa, alegando que haviam sido enganados pelas informações financeiras falsas e pela omissão de dados essenciais. As ações alegavam que a Petrobras havia violado as leis de valores mobiliários dos EUA, especificamente as disposições do “Securities Exchange Act de 1934”, ao divulgar informações enganosas que inflaram artificialmente o preço de suas ações.

Em detrimento a isto, a aplicação da “Fraud-on-the-Market Theory” foi crucial para as ações coletivas movidas por investidores contra a Petrobras. A teoria permitiu que os investidores que compraram ações da Petrobras entre 2009 e 2014, durante o período de disseminação das informações fraudulentas, pudessem buscar reparação sem a necessidade de provar individualmente como a fraude os afetou. Em vez disso, bastava mostrar que as informações fraudulentas afetaram o preço das ações e, portanto, prejudicaram todos os investidores que participaram do mercado durante esse período.

Em uma ação coletiva movida no Distrito Sul de Nova York, os investidores alegaram que a Petrobras, seus executivos e auditores haviam manipulado os resultados financeiros da companhia, ocultando o impacto do escândalo de corrupção. Assim, com a aplicação da jurisdição local, a “Fraud-on-the-Market theory” foi utilizada e, conseqüentemente, resultou em indenizações para os acionistas.

Como é fato, a “Fraud-on-the-Market theory” facilita a busca por compensação para os investidores em mercados eficientes, onde as ações são compradas e vendidas em grandes quantidades. Diante desse entendimento, o resultado dessas “class actions nos EUA, chegaram a um acordo preliminar em relação ao processo nos Estados Unidos, no qual a empresa concordou em pagar cerca de \$3 bilhões de dólares para resolver as alegações de fraude e manipulação de mercado.

O impacto desse caso foi significativo, pois não apenas proporcionou compensação financeira aos investidores prejudicados, mas também destacou como as ações coletivas, baseadas na “Fraud-on-the-Market Theory” é uma ferramenta poderosa para lidar com fraudes financeiras em mercados globais, no contexto de proteção aos acionistas

4 PROJETO DE LEI 2925/2023

O Projeto de Lei nº 2.925/2023, apresentado ao Congresso Nacional em 2023, busca modernizar e fortalecer a regulamentação do mercado de capitais no Brasil, promovendo maior proteção para os investidores, especialmente os acionistas minoritários, e aprimorando os mecanismos de governança corporativa nas empresas listadas em bolsas de valores. O projeto tem como objetivo alinhar o sistema brasileiro às melhores práticas internacionais, em um esforço para tornar o mercado de capitais mais transparente, eficiente e atraente para investidores nacionais e estrangeiros.

O projeto prevê a criação de um mecanismo mais eficiente para que investidores lesados possam buscar reparação por meio de ações coletivas. Os acionistas minoritários que se sentirem prejudicados por fraudes ou omissões nos relatórios financeiros das empresas poderão tomar ações legais em conjunto, sem precisar provar individualmente os danos sofridos.

Além disso, também propõe o fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ampliando seus poderes de fiscalização e atuando de forma mais incisiva na prevenção e punição de fraudes no mercado financeiro

Nessa mesma linha, uma das inovações mais importantes do projeto é a mudança na responsabilidade dos administradores das empresas. A aprovação de contas por parte dos acionistas em assembleia não exoneraria automaticamente os administradores de responsabilidade, a menos que haja uma deliberação específica que os isente, o que aumenta a transparência e a responsabilidade dos gestores corporativos.

Este projeto busca melhorar a forma como os direitos dos acionistas minoritários são protegidos no Brasil, criando um sistema mais eficiente de tutela coletiva. Isso ajudará os investidores a se unirem em ações legais contra abusos e fraudes cometidas por administradores ou acionistas controladores das empresas, assim como já prevê a jurisdição americana.

De forma a melhorar em vários aspectos a relação entre acionistas e empresas, outra proposta é garantir um equilíbrio maior nos processos judiciais envolvendo responsabilidade de administradores, evitando que ações frívolas sejam movidas apenas para

prejudicar a imagem das empresas. Assim, visa, também, assegurar que as ações de responsabilidade sejam propostas com fundamento sólido e representem riscos e benefícios proporcionais para os acionistas.

Este Projeto de Lei nº 2.925/2023 surge a partir de um estudo conjunto da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Ministério da Fazenda e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). O estudo apontou a necessidade de aprimorar a proteção dos investidores minoritários e a governança das empresas no Brasil, especialmente após uma análise comparativa com as melhores práticas internacionais.

Dessa maneira, a pretensão é preencher lacunas na legislação e melhorar a confiabilidade do mercado brasileiro, criando condições mais seguras para os investidores. E, também, representa uma tentativa de modernizar o mercado de capitais brasileiro e melhorar sua governança, alinhando-o às melhores práticas internacionais. Assim, as mudanças propostas podem resultar em maior confiança dos investidores, especialmente no que diz respeito à transparência financeira e à proteção contra fraudes.

Com isso, espera-se que o Brasil se torne mais seguro no cenário global de investimentos, atraindo mais capital estrangeiro e contribuindo para o crescimento econômico. Este projeto reflete em um passo importante para fortalecer o mercado de capitais brasileiro. Se aprovado, o PL pode contribuir significativamente para a evolução do mercado financeiro no país.

Adicionalmente, de forma recente, para ser mais específica em 24 de março de 2025, o Projeto de Lei referido e tratado foi encaminhado para publicação, com a publicação inicial ocorrendo em 25 de março de 2025. Nesse sentido, o projeto está sujeito à apreciação do Plenário em regime de urgência, conforme art. 155 do Regime Interno da Câmara dos Deputados.

Art. 155. Poderá ser incluída automaticamente na Ordem do Dia para discussão e votação imediata, ainda que iniciada a sessão em que for apresentada, proposição que verse sobre matéria de relevante e inadiável interesse nacional, a requerimento da maioria absoluta da composição da Câmara, ou de Líderes que representem esse número, aprovado pela maioria absoluta dos Deputados, sem a restrição contida no § 2º do artigo antecedente.

Parágrafo único. A aprovação da urgência, nos termos deste artigo: I - impede a apresentação, na mesma sessão, de requerimento de retirada de pauta; II - impede a apresentação ou implica a prejudicialidade de requerimento de

adiamento de discussão, se a matéria estiver instruída com todos os pareceres.
(Parágrafo único acrescido pela Resolução no 21, de 2021)

Diante ao exposto, torna-se evidente a relevância da matéria tratada por este Projeto de Lei 2.925/2023, de forma que resultou pedido de urgência para votação imediata pela Câmara.

5 CONCLUSÃO

Em conclusão, a Teoria da Fraude no Mercado, consolidada na jurisprudência americana, representa um avanço significativo na proteção dos investidores em mercados financeiros. Ela assegura que, em mercados eficientes, informações fraudulentas ou omissões relevantes afetam automaticamente o preço das ações, prejudicando todos os investidores que tomaram decisões com base nessas informações distorcidas. A aplicação dessa teoria tem sido fundamental para a responsabilização das empresas que divulgam informações falsas, promovendo a transparência e a justiça nos mercados financeiros, especialmente em contextos de fraudes corporativas como o escândalo da Petrobras.

O caso da Petrobras, impulsionado pela Operação Lava Jato, exemplifica a importância da aplicação da Teoria da Fraude no Mercado. O escândalo demonstrou como a manipulação de informações financeiras pode afetar severamente a confiança dos investidores e a integridade do mercado. A capacidade de processar empresas com base em informações falsas, sem a necessidade de provas individuais, fortalece a posição dos investidores, permitindo-lhes buscar reparação de maneira coletiva, como foi evidenciado pelo acordo de US\$ 3 bilhões relacionado ao caso da Petrobras nos tribunais americanos.

Entretanto, no contexto brasileiro, a aplicação da teoria enfrenta desafios devido às especificidades do sistema jurídico nacional. A presunção de que todos os investidores são automaticamente afetados pela fraude, característica central da teoria, não é adotada no Brasil. No entanto, apesar dessas limitações, a aplicação da teoria poderia trazer benefícios substanciais para a proteção dos investidores, se fossem criados mecanismos para simplificar e ampliar o acesso à justiça, especialmente em fraudes corporativas de grande porte.

O Projeto de Lei nº 2.925/2023 reflete um movimento no sentido de modernizar a regulamentação do mercado de capitais no Brasil e fortalecer a proteção dos acionistas minoritários. Ao propor a criação de um sistema mais eficiente para ações coletivas e fortalecer a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o projeto busca alinhar o Brasil às melhores práticas internacionais de governança corporativa e transparência, promovendo um ambiente mais seguro e atrativo para investidores nacionais e estrangeiros.

Portanto, a integração da Teoria da Fraude no Mercado ao ordenamento jurídico brasileiro, aliada às propostas de aprimoramento legislativo como o Projeto de Lei nº 2.925/2023, pode ser um passo importante na criação de um sistema financeiro mais justo

e transparente. A implementação de medidas mais eficazes para proteger os investidores contra fraudes corporativas, como as ocorridas com a Petrobras, fortalece a confiança no mercado de capitais e contribui para a evolução do ambiente regulatório brasileiro, tornando-o mais competitivo e seguro para o crescimento econômico sustentável.

6 REFERÊNCIAS

ANDERSON, Roberta D.; MUELLER, Nicole C.; CASEI, John B. *Hallibuton II: Supreme Court Upholds Fraus on the Market Presumption, but gives securities Defendants a Fighting Chance at defeating Class Certification*. 2014. Disponível em: <http://www.klgates.com>. Acesso em: 7 out. 2024.

ARAÚJO, Marina; PEIXOTO, Lana Bruno. Análise jurídico-econômica do direito norte-americano relativo à responsabilidade civil pela omissão de deveres de informação relevante aos investidores. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.); LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros (Coord.); WALD, Arnoldo (Coord). **A responsabilidade civil da empresa perante os investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CAMPOS, Silvia. A Fraud-on-the-Market theory e a responsabilização das companhias brasileiras por variações na cotação de suas ações devido à divulgação de informações falsas. Rio de Janeiro, 2023.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, v.3, 2011.

CONSULTOR JURÍDICO. **Tribunal dos EUA confirma homologação de acordo da Petrobrás**. Revista Consultor Jurídico. 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-set-06/tribunal-eua-confirma-homologacao-acordo-petrobras>. Acesso em: 8 out. 2024.

EIZIRIK, Nelson. Artigo: A “*Fraud-on-the-market theory*” pode ser aplicada no direito societário brasileiro? In: VENANCIO FILHO, Alberto (Org.); LOBO, Carlos Augusto da Silveira (Org.); ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

FIGUEIREDO, Roberto Castro de. **The Petrobras Crisis: Arbitrating Investors’ Claims Against the Brazilian Federal Government**. 2016. Disponível em: <https://arbitrationblog.kluwerarbitration.com/2021/03/06/the-petrobras-crisis-arbitrating-investors-claims-against-the-brazilian-federal-government/>. Acesso em: 06 out. 2024.

FISCHEL, Daniel R. Efficient capital markets, the crash, and the fraud on the market theory. *University of Chicago Law Review*, Chicago Unbound, v. 53, p. 907-922, 1989.

PRADO, Viviane Muller. Os desafios para o ressarcimento de investidores. *In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.); LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros (Coord.); WALD, Arnaldo (Coord.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier, Latin, 2018.

REVISTA DOS TRIBUNAIS. **Indenização**: Danos materiais, moral e lucros cessantes – Pessoa física que adquire ações com base em avaliação do mercado, modificada após a divulgação pela instituição financeira da inadequação de seus dados contábeis. 2015. Disponível em: https://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RTrib_n.961.24.PDF. Acesso em: 8 out. 2024.

STANEK, Martin J. The fraud on the market theory: *The debate rages on*. *Duquesne Law Review*, v. 27, n. 2, p. 507-537, 1989.