

Publicação disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/caf2ffe03f2f/>

ARBITRAGEM NOS CONTRATOS DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E O MODELO DE ARBITRAGEM “SUPERVISIONADA”

A. BARRETO MENEZES CORDEIRO

REVISTA DE DIREITO FINANCEIRO E DOS MERCADOS DE CAPITALIS, VOL. 1 (2019), NO. 3, 249-271



PROF. DOUTOR A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, LLM*
Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
e da Universidade Europeia. Investigador do Centro
de Investigação de Direito Privado

Arbitragem nos contratos de intermediação financeira e o modelo de arbitragem “supervisionada”

Arbitration in financial services: the American solution

RESUMO: A multiplicação de ações intentadas por investidores contra intermediários financeiros justifica que a Comunidade Jurídica nacional inicie um debate em torno do eventual interesse real em desenvolver modelos alternativos de resolução de litígios. No presente estudo propomo-nos analisar o modelo estado-unidense, consolidado há longas décadas e assente, contemporaneamente, em dois grandes pilares: centralização dos processos extrajudiciais e supervisão da *Securities and Exchange Commission*.

Palavras-chave: (i) intermediário financeiro; (ii) arbitragem; (iii) Direito estado-unidense.

ABSTRACT: The increase in the number of actions brought by investors against financial intermediaries, requires that the Portuguese legal community discuss the interest in developing alternative dispute resolution methods. In the present study, we intend to analyze the US model, consolidate over may decades and structured, in the present times, around two main cornerstones: centralization of arbitration proceedings and supervision of the Securities and Exchange Commission.

Keywords: (i) financial intermediary; (ii) arbitration; (iii) United States Law.

* antoniobmcordeiro@fd.ulisboa.pt

3 RDFMC (2019) 249-271

SUMÁRIO: §1.º Aspetos gerais: 1. Enquadramento. As atividades de intermediação financeira a considerar. 3. Direito comparado: panorama geral. § 2.º Direito estado-unidense: 4. Evolução histórica. 5. Panorama contemporâneo. 6. O *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes* da FINRA: linhas gerais. 7. Dados do setor. 8. As críticas alemãs à arbitragem financeira.

§ 1.º ASPETOS GERAIS

1. Enquadramento

I. Nos últimos 10 anos, os nossos tribunais foram confrontados com um autêntico *boom* de ações propostas contra intermediários financeiros, sem precedente entre nós. Os inúmeros acórdãos produzidos na última década podem ser organizados em três grandes grupos: (i) *swaps*¹; (ii) processo de resolução do BES²; e (iii) processos comuns – englobando todas as ações não reconduzíveis às duas primeiras categorias.

II. A multiplicação deste tipo de litígio apanhou os nossos tribunais e, em certa medida, a demais Comunidade Jurídica, desprevenida. Na busca por respostas para este *novo tipo* de contenda, a jurisprudência nacional recorreu, como seria expectável, aos mecanismos que melhor conhecia e dominava – p.ex.: instituto da *culpa in contrahendo*, Lei das Cláusulas Contratuais gerais ou responsabilidade civil bancária. Numa primeira fase, o extenso regime da intermediação financeira, positivado no Código dos Valores Mobiliários (CVM), desempenhou um papel secundário.

Ultrapassadas as dificuldades deste primeiro contacto e identificadas as potencialidades do CVM, os nossos tribunais foram confrontados com uma nova classe de problemas: a necessidade de

¹ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 238 ss: apanhado das questões debatidas, com referências doutrinárias e jurisprudenciais.

² A. Barreto Menezes Cordeiro, *Os limites dos poderes de transferência do Banco de Portugal no âmbito do processo de resolução* em *Estudos de Direito bancário*, CIDP, Almedina: Coimbra (2018), 129-157.

interpretar muitos artigos que até então nunca havia sido aplicados – p.ex.: artigo 311.º ou artigo 304.º/5, ambos do CVM –, institutos de contornos ainda por esclarecer – p.ex.: qual a natureza jurídica da relação de intermediação³ ou qual a natureza jurídica da responsabilidade civil consagrada no artigo 304.º-A⁴ – e com a celebração de contratos envolvendo produtos financeiros extremamente complexos e de difícil percepção para juristas de formação.

III. O crescimento exponencial de ações envolvendo intermediários financeiros e que não demonstra qualquer tendência de abrandamento, justifica que as Comunidades Jurídica e Financeira analisem o cabimento de disponibilizar, a ambas as partes, meios de resolução alternativa de litígios.

Neste primeiro estudo que publicamos dedicado a esta tema, centraremos a nossa atenção no modelo de arbitragem financeira atualmente vigente nos Estados-Unidos da América, que se assume como uma referência internacional indiscutível. A realidade norte-americana pode, em grande medida, ser encarada como um efetivo tubo de ensaio.

A título introdutório importa esclarecer que tipo de litígios estão causa e que outros meios de resolução alternativa têm vindo a ser explorados.

2. As atividades de intermediação financeira a considerar

I. O Direito dos valores mobiliários e o funcionamento dos mercados financeiros são, há já vários séculos⁵, suportados pelas

³ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Relações fiduciárias: por uma doutrina unitária*, 3 RDC (2019), 99-117, em especial 117: com indicações bibliográficas.

⁴ A. Barreto Menezes Cordeiro, *A responsabilidade civil do intermediário financeiro: o artigo 304.º-A do CVM em Responsabilidade civil: cinquenta anos em Portugal, quinze anos no Brasil*, II, coord. Mafalda Miranda Barbosa/Francisco Muniz, IJ: Coimbra (2018), 83-104.

⁵ A indispensabilidade dos intermediários financeiros remonta, pelo menos, ao início do século XVIII: A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos valores mobiliários*, I, Almedina: Coimbra (2015), 187.

atividades comerciais desenvolvidas pelos intermediários financeiros. Não será mesmo excessivo apelidá-los de principais pilares do modelo mobiliário contemporâneo.

A leitura dos artigos 290.º e 291.º do CVM é particularmente elucidativa da importância por estes assumida: apenas os intermediários financeiros podem, a título profissional⁶, exercer, entre outras, as seguintes atividades em instrumentos financeiros⁷: (i) receção, transmissão e execução de ordens por conta de outrem; (ii) prestar consultoria financeira; (iii) gerir carteiras dos seus clientes; (iv) assistir os emitentes no processo de ofertas públicas; (v) gerir sistemas de negociação multilateral, com natural destaque para a gestão de bolsas de valores; ou (vi) registar e guardar instrumentos financeiros.

II. A arbitragem financeira, no sentido usualmente considerado, irá circunscrever-se aos serviços de investimento, para recorrer à linguagem legal, que pressuponham uma relação entre um intermediário financeiro e um investidor, quer seja profissional ou não profissional⁸.

A realidade dos nossos tribunais mostra-nos que a maioria das ações propostas surgem no âmbito de consultorias para investimento⁹ e respeitam à hipotética violação de deveres de informação. Também o dever de lealdade, apesar de nem sempre ser colocado em devida evidência, surge sempre como um ponto central em qualquer litígio desta natureza.

⁶ Artigo 289.º/2 do CVM.

⁷ Sobre o conceito de instrumento financeiro: Barreto Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, 145 ss.

⁸ Até à reforma de 2006, a Lei utilizava as expressões investidores institucionais e não institucionais: Isabel Alexandre, *Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum*, V DVM (2004), 9-27. Até a reforma de 2018, a Lei utilizada as expressões investidores qualificados e não qualificados. Não se encontra qualquer fundamento para estas constantes alterações linguísticas. Representa, todavia, um exemplo perfeito da reduzida importância atribuída pelo legislador europeu à consolidação terminológica.

⁹ Artigo 294.º do CVM.

Os dados disponibilizados pela *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) apontam, com as devidas cautelas, em sentido coincidente¹⁰:

<i>Causa de pedir</i>	2018	2017	2016	2015
<i>Breach of fiduciary duty</i>	2 290	1 899	2 002	1 807
<i>Negligence</i>	1 974	1 662	1 862	1 677
<i>Failure to Supervise</i> ¹¹	1 935	1 621	1 802	1 554
<i>Breach of Contract</i>	1 711	1 318	1 495	1 444
<i>Suitability</i> ¹²	1 779	1 606	1 606	1 364
<i>Misrepresentation</i>	1 775	1 663	1 670	1 499
<i>Omission of Facts</i>	1 546	1 493	1 394	1 216
<i>Fraud</i>	1 707	1 389	1 301	1 089
<i>Violation of Blue Sky Laws</i> ¹³	810	547	344	236
<i>Manipulation</i>	302	299	236	208

3. Direito comparado: panorama geral

I. O aumento global das ações propostas por investidores contra intermediários financeiros tem impelido vários legisladores, bem como o próprio setor, a procurarem implementar meios alternativos de resolução de litígios¹⁴.

Em termos gerais são dois os grandes modelos que atualmente se confrontam: arbitragem e mediação.

II. Por princípio, o recurso à arbitragem será sempre possível, mediante, naturalmente, o acordo das partes. A especificidade da

¹⁰ Para dados mais completos: <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/dispute-resolution-statistics>

¹¹ Dever de supervisionar os funcionários e representantes do intermediário financeiro.

¹² Corresponde, *grosso modo*, ao nosso dever de adequação.

¹³ Leis mobiliárias estaduais.

¹⁴ Tiago Andreotti, *Dispute Resolution in Transnational Securities Transaction*, Hart Publishing: Oxford (2017), 118 ss: apanhado sistemático de várias soluções implementadas.

arbitragem financeira não reside, conseqüentemente, nesta possibilidade genérica, mas sim na institucionalização de sistemas de arbitragem especiais, quer estejam ou não sujeitos à supervisão da autoridade pública responsável pelo setor. Este modelo, perfeitamente consolidado no espaço norte-americano, foi mais recentemente recebido, com importantes diferenças, pelo Direito brasileiro¹⁵.

III. No polo oposto, encontramos o modelo da mediação, teoricamente menos formal e desburocratizado. Como exemplo de Escola refira-se o *Financial Ombudsman* previsto no *Financial Services and Markets Act 2000*¹⁶⁻¹⁷.

§ 2.º DIREITO ESTADO-UNIDENSE

4. Evolução histórica

I. O recurso à arbitragem e a outras formas de mediação extrajudicial são, provavelmente, tão antigas quanto o próprio mercado de capitais. No caso do Direito estado-unidense, a arbitragem terá sido incorporada por influência inglesa: os mercados, numa aceção ampla, e os vários tipos de intermediários há longos séculos que se socorrem deste modelo alternativo de resolução de litígios¹⁸.

O crescimento do setor e a profissionalização dos seus membros levou a atribuição de competências estatutárias ao *New York Stock & Exchange Board* – hoje *New York Stock Exchange* (NYSE)

¹⁵ A Câmara de Arbitragem do Mercado tem, todavia, um propósito mais vasto: arbitra “conflitos . . . decorrentes de relações societárias ou contratuais disciplinadas pela Lei das S.A., pelos estatutos sociais das companhias ou pelas normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral”. Sobre a realidade brasileira: Andreotti, *Dispute Resolution* cit., 126 ss.

¹⁶ S. 225 ss.

¹⁷ Alina Gatskova, *Mend it, Don't End it: How to Improve Securities Arbitration In the United States by Adopting Best Practices from the United Kingdom and Australia*, 42 *Fordham Int'l L J* (2018), 1043-1090.

¹⁸ Jill I. Gross, *The Historical Basis of Securities Arbitration as an Investor Protection Mechanism*, *J Disp Res* (2016), 171-186, 174.

– para dirimir contendas que envolvessem a compra a venda de produtos financeiros: “*All questions of dispute in the purchase or sale of Stocks shall be decided by a majority of the board*”¹⁹⁻²⁰. Com a rápida expansão dos mercados financeiros o *Board* viu-se obrigado a, paulatinamente, delegar essas funções em comissões *ad hoc* constituídas para o efeito²¹. Apesar de este mecanismo ter sido pensado, originariamente, para dirimir litígios somente entre membros do mercado, desde pelo menos 1831 que se conhecem decisões envolvendo não membros, ou seja, relativas a ações interpostas por investidores contra intermediários financeiros²²⁻²³.

Em 1869, os estatutos da NYSE previam a constituição de um “*Arbitration Committee, to consist of nine members, whose duty it shall be to investigate and decide all claims and matters of difference arising between members of the Exchange; they shall also adjudicate such claims as may be preferred against members by non-members, when such non-members shall agree to abide by the rules of the New York Stock Exchange, in such cases provided*”²⁴. Todos os membros deste *Committee* eram intermediários financeiros registrados junto da NYSE.

¹⁹ *Constitution of the New York Stock Exchange Board*, 1817, Rule 17.

²⁰ Desde o final do século XVIII que o *New York Stock & Exchange Board* havia assumido este papel informalmente: Gross, *The Historical Basis* cit., 176.

²¹ Stuart Banner, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860*, CUP: Cambridge (1998), 272.

²² Banner, *Anglo-American Securities Regulation* cit., 272.

²³ Utiliza-se a expressão nacional *intermediário financeiro* para facilitar a comunicação. Não se ignoram, naturalmente, as diferenças entre *brokers*, *dealers* e *advisors*. Aos dois primeiros cabe executar ordens relativas a transações de instrumentos financeiros; e, aos segundos, prestar aconselhamento mobiliário. Em relação à distinção entre *brokers* e *dealers*, remete-se para as definições constantes no *Securities Exchange Act*, 1934, s. 3(4) (A): “*In General.— The term “broker” means any person engaged in the business of affecting transactions in securities for the account of others*”; *Securities Exchange Act*, 1934, s. 3(5) (A): “*In General.— The term “dealer” means any person engaged in the business of buying and selling securities (not including security-based swaps, other than security-based swaps with or for persons that are not eligible contract participants) for such person’s own account through a broker or otherwise*”.

²⁴ *Constitution and By-Laws of the New York Stock Exchange*, 28-jul.-1869, Article III.

II. A regulação dos mercados de capitais estado-unidense iniciou um processo de profunda reforma no rescaldo do Crash da Bolsa de 1929 e da crise que se seguiu. O Direito norte americano dos valores mobiliários, até então essencialmente sujeito a uma autor-regulação, foi absorvido pelo crescente movimento de federalização legislativa. Em meados da década de 1930, estava irreconhecível: era moldado por dois grandes diplomas – o *Securities Act 1933*²⁵ e o *Securities Exchange Act 1934*²⁶ – e encontrava-se sujeito a apertada supervisão da *Securities and Exchange Commission* (SEC)²⁷.

No ano seguinte à sua constituição, a SEC enviou um memorandum ao Presidente da NYSE contendo um conjunto variado de recomendações, contando-se entre elas a redução dos custos das arbitragens e a institucionalização de arbitragens independentes, ou seja, arbitragens em que os árbitros não fossem membros da NYSE ou pelo menos que não o fossem na sua totalidade²⁸. Apesar de as sugestões da SEC não terem merecido acolhimento, nos anos que se seguiram o setor acabaria por incorporar a prática de incluir convenções de arbitragem em contratos de intermediação financeira²⁹.

III. O crescimento do número de convenções de arbitragens financeiras foi, curiosamente, acompanhado pela decisão do *Supreme Court of the United States* – o incontornável acórdão *Wilko v Swan*³⁰

²⁵ William O. Douglas/George E. Bates, *The Federal Securities Act of 1933*, 43 Yale LJ (1933), 171-217: a primeira análise mais completa ao diploma; Elisabeth Keller/Gregory A. Gehlmann, *Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*, 49 Ohio St LJ (1988), 329-352; James M. Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 Geo Wash L Rev (1959), 29-49: análise ao processo legislativo que culminou com a aprovação do diploma.

²⁶ Para além do estudo de Keller/Gehlmann, citado na nota anterior, veja-se: John E. Tracy/Alfred Brunson MacChesney, *Securities Exchange Act of 1934*, 32 Mich L Rev (1934), 1025-1068 e Philip A. Loomis Jr., *Securities Exchange Act of 1934 and the Investment Advisers Act of 1934*, 28 Geo Wash L Rev (1959), 214-249.

²⁷ Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 3.^a ed., Wolters Kluwer (2003).

²⁸ Release no. 131 (S.E.C. Release no.), Release no. 34-131, 1935 WL 29028, 3.

²⁹ Gross, *The Historical Basis* cit., 181.

³⁰ *Wilko v Swan*, 74 S Ct 182-190 (US 1953).

– de as considerar não vinculativos para os investidores, por invocação do *Securities Act 1933*: “Any condition, stipulation, or provision binding any person acquiring any security to waive compliance with any provision of this subchapter or of the rules and regulations of the Commission shall be void”³¹. O *Supreme Court* decidiu que, à luz deste preceito, devidamente conjugado com as *rationes* do *Securities Act 1933* – proteção dos investidores enquanto parte mais frágil –, a possibilidade de recorrer diretamente para os tribunais federais não poderia ser constrangida de forma alguma³². Em causa estava a aplicação da s. 12(2) do *Securities Act 1933*, relativa à transmissão de informação falsa ou incompleta.

Nos anos que se seguiram, a jurisprudência norte-americana promoveu o esclarecimento do exato alcance do acórdão *Wilko v Swan*³³. A natureza não vinculativa das convenções de arbitragem foi estendida a litígios (i) que envolvessem a aplicação de outros preceitos do *Securities Act 1933*, nomeadamente que envolvessem aspetos desconformes com as exigências legais e distribuições fraudulentas de valores mobiliários; e (ii) que impusessem a aplicação do *Securities Exchange Act 1934*³⁴ – este passo teve um impacto prático tremendo: a maioria das contendas ocorrem, naturalmente, no âmbito do mercado secundário. Por contraste, o acórdão *Wilko v Swan* foi considerado não aplicável (i) sempre que a relação em concreto fosse regulada por Direito estadual³⁵ – as famosas *Blue Sky Laws*³⁶; (ii) a convenção de arbitragem tivesse uma data posterior à emergência da contenda³⁷; ou (iii) aos litígios internacionais³⁸.

³¹ § 14.

³² Cit., 184 ss.

³³ Constantine N. Katsoris, *The Arbitration of a Public Securities Dispute*, 53 *Fordham L Rev* (1984), 279-314, 297 ss; James C. Krause, *Securities Litigation: The Unsolved Problem of Pre-dispute Arbitration Agreements for Pendente Claims*, 29 *DePaul L Rev* (1980), 693-721: texto muito sistemático e com inúmeras indicações jurisprudenciais.

³⁴ *Weissbuch v Merrill Lynch*, 558 F 2d 831-836 (US App 1977): a questão é analisada com especial profundidade.

³⁵ *Colonial Realty Corp v Bache & Co*, 358 F 2d 178-184 (US App 1966).

³⁶ Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos valores mobiliários*, I, cit. 71-72

³⁷ *W. Tulli v Kohlmeyer Co*, 551 F 2d 632-638 (US App 1977).

³⁸ *Scherk v Alberto-Culver Co*, 417 US 506-534 (US 1974).

A decisão do *Supreme Court* foi recebida com alguma desconfiança. Os seus críticos alegaram, em síntese, que os tribunais arbitrais aplicam exatamente o mesmo Direito substantivo que os tribunais federais, pelo que os interesses dos investidores não eram, de forma alguma, postos em causa³⁹. Em resposta, os defensores do *Supreme Court* contra-alegaram que os interesses públicos prosseguidos pela legislação financeira e os riscos sociais e económicos subjacentes não se coadunavam com o facto de a arbitragem financeira ser classicamente suportada por anotações privadas patrocinadas pelos próprios intermediários financeiros⁴⁰.

IV. Na viragem para o último quartel do século XX, inicia-se um novo processo de reforma da arbitragem financeira estado-unidense. Na origem desta *revolução* encontramos a atribuição legislativa de competências à SEC para aprovar os estatutos e as regras internas das organizações financeiras auto-reguladas (*self-regulatory organizations – SROs*)⁴¹⁴². Esta extensão de poderes levou a própria SEC a deixar cair as objeções e os receios que há muito apregoava⁴³.

A mudança do paradigma atingiu um ponto de viragem com a decisão *McMahon*⁴⁴⁻⁴⁵. Aí, o *Supreme Court* considerou que as convenções de arbitragem relativas ao mercado secundário – *Securities*

³⁹ Rinaldo L. Bianchi, *Arbitration – Enforceability of Arbitration Agreement in Action by Investors under the Securities Act of 1933*, 52 Mich L Rev (1954), 741-744.

⁴⁰ Robert J. Zepfel, *Arbitration of Investor-Broker Dispute*, 65 Cal L Rev (1977), 120-149.

⁴¹ Sobre a relevância, impacto e futuro das SROs veja-se, como ponto de partida: Roberta S. Karmel, *Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations Be Considered Government Agencies?*, 14 Stan JL Bus & Fin (2008), 151-197 e Saule T. Omarova, *Wall Street as Community of Fate: Toward Financial Industry Self-Regulation*, 159 U Pa L Rev (2011), 411-492.

⁴² § 19 do *Securities Exchange Act 1934*.

⁴³ Katsoris, *The Arbitration of a Public Securities Dispute* cit., 296-297.

⁴⁴ *McMahon*, 482 US 220-267 (US 1987).

⁴⁵ Sobre o impacto do acórdão *McMahon*: Constantine N. Katsoris, *Securities Arbitration After McMahon*, 16 Fordham Urb LJ (1988), 361-387 e C. Edward Fletcher III, *Learning to Live with the Federal Arbitration Act – Securities Litigation in a Post-McMahon World*, 37 Emory LJ (1988), 99-138.

Exchange Act 1934 – eram legais e vinculativas⁴⁶. Nas palavras do próprio *Supreme Court*, as razões e os receios que fundaram a decisão *Wilko v Swan* haviam sido há muito ultrapassadas:

*Indeed, most of the reasons given in Wilko have been rejected subsequently by the Court as a basis for holding claims to be nonarbitrable . . . the mistrust of arbitration that formed the basis for the Wilko opinion in 1953 is difficult to square with the assessment of arbitration that has prevailed since that time. This is especially so in light of the intervening changes in the regulatory structure of the securities laws. Even if Wilko's assumptions regarding arbitration were valid at the time Wilko was decided, most certainly they do not hold true today for arbitration procedures subject to the SEC's oversight authority*⁴⁷.

Entre os vários argumentos esgrimidos pelo *Supreme Court* dois destacam-se pelo peso que tiveram na decisão final: (i) as arbitragens financeiras aplicam o Direito positivo em vigor; e (ii) a SEC tem competências para controlar as entidades privadas que promovem as arbitragens financeiras⁴⁸.

V. Apenas dois anos volvidos sobre o acórdão *McMahon*, o *Supreme Court*, em *Rodriguez de Quijas v Shearson*⁴⁹, voltou a pronunciar-se sobre os efeitos vinculativos das convenções de arbitragem financeira. Desta feita para revogar o acórdão *Wilko v Swan* em toda a sua extensão. Aos argumentos avançados em *McMahon*, o *Supreme Court* acrescenta um último: a necessidade de unifor-

⁴⁶ Não se tratou de uma viragem inesperada, pelo contrário: o acórdão *McMahon* deve ser interpretado como o culminar de um longo processo jurisprudencial. O próprio *Supreme Court* o reconhece na decisão *McMahon*. Sobre este ponto veja-se, para além do próprio acórdão *McMahon*, Margo E.K. Reder, *Securities Law and Arbitration: The Enforceability of Pre-dispute Arbitration Clauses in Broker-Customer Agreements*, 1 Colum Bus L Rev (1990), 91-117, 96 ss.

⁴⁷ Cit., 232.

⁴⁸ Cit., em especial 231 ss.

⁴⁹ *Quijas v Shearson*, 490 US 477 (US 1989).

mizar a eficácia plenas das convenções de arbitragem relativas ao mercado primário e ao mercado secundário⁵⁰.

No final da década de 80 do século passado, os obstáculos formais às convenções de arbitragem financeiras haviam definitivamente caído⁵¹. Com estas decisões o *Supreme Court* espoletou um rápido processo de privatização dos litígios de intermediação financeira⁵².

5. Panorama contemporâneo

I. Desde o início da década de 1990 que a maioria dos litígios envolvendo intermediários financeiros e investidores são resolvidos no seio de centros de arbitragem e de mediação privados, patrocinados pelas próprias instituições financeiras⁵³. Na origem deste monopólio encontramos três fatores decisivos: (i) o registo definitivo dos intermediários financeiros junto da SEC encontra-se dependente de um outro registo junto de uma *registered securities association* ou de uma bolsa de valores nacional⁵⁴; (ii) atualmente, apenas se encontra registada junto da SEC uma única *securities associatin*: a FINRA⁵⁵; e (iii) nos termos da Rule 12200 do *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes* da FINRA, o recurso ao mecanismo de arbitragem não depende da celebração de uma convenção de arbitragem

⁵⁰ Lydia A. Hervatin, *Predispute Arbitration Agreements in Securities Disputes: Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc. – Speedy Justice or Just Speed*, 24 Loy LA L Rev (1991), 757-807, 771 ss: análise ao acórdão; William C. Hermann, *Arbitration of Securities Disputes: Rodriguez and New Arbitration Rules Leave Investors Holding a Mixed Bag*, 65 Indiana LJ (1990), 697-722, 706 ss: impacto futuro da decisão.

⁵¹ Leslie William Moore, *Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc.: Is Securities Arbitration Finally Above Suspicion?*, 78 Ky LJ (1990), 839-864.

⁵² Barbara Black/Jill I. Gross, *Making It Up as They Go Along: The Role of Law in Securities Arbitration*, 23 Cardozo L Rev (2002), 991-1047, 992.

⁵³ Jill I. Gross, *The End of Mandatory Securities Arbitration?*, 30 Pace L Rev (2010), 1174-1194, 1179.

⁵⁴ *Securities Exchange Act 1934*, section 15(b)(1): “The order granting registration shall not be effective until such broker or dealer has become a member of a registered securities association, or until such broker or dealer has become a member of a national securities exchange”.

⁵⁵ <https://www.sec.gov/rules/sro.shtml>

prévia, bastando uma manifestação de vontade por parte do investidor nesse sentido⁵⁶. A estes três fatores formais acresce um outro: a prática, bem consolidada, de acoplar aos contratos de intermediação financeira uma convenção de arbitragem⁵⁷.

O panorama contemporâneo da arbitragem financeira estado-unidense é dominado, como facilmente se deduz do parágrafo anterior, pela FINRA⁵⁸ – resultou da fusão⁵⁹ da *National Association of Securities Dealers* (NASD)⁶⁰ e, *grosso modo*, dos departamentos de regulação e de arbitragem da NYSE.

II. O modelo implementado nas últimas décadas, descrito como um sistema de arbitragem necessária de facto, tem sido particularmente censurado. As principais críticas apontadas podem ser organizadas em três grandes grupos, quanto ao (i) Direito aplicado; (ii) aos árbitros; e (iii) ao processo arbitral *per se*.

Independentemente da posição assumida em relação aos méritos da arbitragem financeira, a maioria da doutrina tende a considerar que não é possível saber, ao contrário do que o *Supreme Court* assume no acórdão *McMahon*, que Direito é efetivamente aplicado nas arbitragens promovidas pela FINRA⁶¹.

⁵⁶ “Arbitration under the Code is either: (1) Required by a written agreement, or (2) Requested by the customer”.

⁵⁷ Gross, *The End of Mandatory* cit., 1179.

⁵⁸ Christopher W. Cole, *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA): Is the Consolidation of NASD and the Regulatory Arm of NYSE a Bull or a Bear for U.S. Capital Markets?*, UMKC L Rev (2007), 251-271.

⁵⁹ Tratou-se de uma fusão com uma carácter monopolista, na medida em que as duas instituições dividiam o domínio do setor: Black/Gross, *Making It Up as They Go Along* cit., 991-992.

⁶⁰ Sobre as origens, história e propósito da NASD, *vide*, como ponto de partida: Paul S. Grant, *The National Association of Securities Dealers: Its Origins and Operation*, Wis L Rev (1942), 597-609; Thomas B. Rutter, *The National Association of Securities Dealers: Continuing Government-Industry Cooperative Regulation in the Over-the Counter Securities Industry*, 7 Vill L Rev (1962), 611-655.

⁶¹ Black/Gross, *Making It Up as They Go Along* cit., 992 (favorável ao modelo vigente); Jennifer J. Johnson, *Wall Street Meets the Wild West: Bringing Law and Order to Securities Arbitration*, 84 NC L Rev (2005), 123-180, 142 (desfavorável ao modelo vigente); Edward Brunet/Jennifer J. Johnson, *Substantive Fairness in Securities Arbitration*, 76 U Cin L Rev (2008), 459-492 (desfavorável ao modelo vigente).

A qualidade dos árbitros e a sua falta de preparação, a forma como são nomeados⁶² ou o facto de serem, na sua maioria, membros das associações privadas condensam as críticas abrangidas no segundo grande grupo⁶³.

Por fim, numa perspetiva mais geral, critica-se o secretismo das decisões, o facto de não terem de ser fundamentadas, os custos elevados e o tempo despendido – estamos no núcleo das vantagens da arbitragem⁶⁴.

Algumas destas críticas foram ultrapassadas com as reformas mais recentes

III. A discussão doutrinária em torno dos méritos da arbitragem financeira foi acompanhada da elaboração e publicação de vários estudos, produzidos por entidades públicas e pelas instituições privadas que as promovem.

Em 1992, o *General Accounting Office* (GAO) publicou um relatório intitulado *Securities Arbitration: How Investors Fare*⁶⁵. O estudo tinha como propósito principal verificar em que medida o modelo de arbitragem suportado pela própria indústria seria prejudicial para os investidores⁶⁶. Apesar de não ter encontrado razões fundadas para considerar que o modelo então em vigor estivesse viciado em benefício dos intermediários financeiros⁶⁷, recomenda três medidas concretas: (i) adoção de critérios formais na nomeação de árbitros; (ii) confirmação da informação fornecida pelos árbitros, aquando do momento da sua inscrição e subsequentemente numa base periódica; e (iii) instituição de um sistema que garantisse a preparação dos árbitros para o processo arbitral⁶⁸.

⁶² Constantine N. Katsoris, *Securities Arbitrators Do Not Grow on Trees*, *Fordham J Corp & Fin L* (2008), 49-82.

⁶³ Black/Gross, *Making It Up as They Go Along* cit., 1027; Johnson, *Wall Street* cit., 138 142 ss;

⁶⁴ Black/Gross, *Making It Up as They Go Along* cit., 992; Johnson, *Wall Street* cit., 138

⁶⁵ United States General Accounting Office, *Securities Arbitration: How Investors Fare*, GAO/GGD-92-74, 11-mai.-1992.

⁶⁶ Cit., 4.

⁶⁷ Cit., 60 ss: conclusões.

⁶⁸ Cit., 61.

Em 2000, o GAO voltaria a publicar um novo relatório, desta feita centrado na preocupante elevada percentagem de decisões arbitrais desfavoráveis aos intermediários financeiros que não eram executadas⁶⁹. As recomendações sugeridas centraram-se essencialmente neste ponto⁷⁰.

Mas foi a natureza virtualmente obrigatória da arbitragem financeira que despertou maior interesse e preocupação aos legisladores norte americanos. A questão foi especialmente discutida, em 2005, pela *House of Representatives*⁷¹, e, em 2007, pelo *Senate*⁷². As críticas então apresentadas foram por fim atendidas no *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010*⁷³⁻⁷⁴, que introduziu um novo preceito do *Securities Exchange Act 1934*⁷⁵ atribuindo poderes à SEC para impor condições ou limitar as arbitragens envolvendo investidores: “*The Commission, by rule, may prohibit, or impose conditions or limitations on the use of, agreements that require customers or clients of any broker, dealer, or municipal securities dealer to arbitrate any future dispute between them arising under the Federal securities laws, the rules and regu-*

⁶⁹ United States General Accounting Office, *Securities Arbitration: Actions Needed to Address Problem of Unpaid Awards*, GAO/GGD-00-115, 15-jun.-2000.

⁷⁰ Cit., 44-45.

⁷¹ U.S. House of Representatives, *The Securities Arbitration System, Hearing before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services*, Serial No. 109-11, 17-mar.-2005.

⁷² U.S. Senate, *S. 1782, The Arbitration Fairness Act of 2007, Hearing before the Subcommittee on the Constitution of the Committee on the Judiciary*, Serial No. J-11068, 12-dez.-2007.

⁷³ A denominação homenageia os seus dois grandes impulsionadores políticos: o Senador Chris Dodd e o Representante Barney Frank, ambos democratas.

⁷⁴ O *Dodd-Frank Act* assume-se como um diploma transversal. O curto preâmbulo, na tradição americana, é elucidativo das linhas gerais prosseguidas: “*To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency of the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailout, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes*”. Sobre o diploma veja-se, por todos: *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, coordenação de Viral V. Acharya/Thomas F. Cooley/Matthew P. Richardson/Ingo Walter, John Wiley, Hoboken: Nova Jérsei (2011).

⁷⁵ Foi introduzida uma nova subsection na section 205 do *Investment Advisers Act 1940* com idêntico sentido.

*lations thereunder, or the rules of a self-regulatory organization if it finds that such prohibition, imposition of conditions, or limitations are in the public interest and for the protection of investors*⁷⁶. Até hoje, a SEC ainda não utilizou esta bomba atômica.

IV. No campo privado, não podemos deixar de evidenciar a relevância do último *Report* produzido pela FINRA (2015)⁷⁷. Entre as inúmeras recomendações sugeridas⁷⁸ destacamos as relativas (i) aos árbitros: aumento dos honorários, aperfeiçoamento dos critérios para a inclusão de novos nomes na bolsa de árbitros, aprimoramento do treino ou atualização da informação disponibilizada relativa a cada um dos árbitros; (ii) às decisões: inclusão, por princípio, das razões que fundamentam a decisão final; e (iii) ao andamento do processo: adoção de medidas para promover a transparência do processo e a sua celeridade.

6. O Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes da FINRA: linhas gerais

I. A FINRA disponibiliza dois tipos de arbitragens: (i) intermediário financeiro vs investidor; e (ii) intermediário financeiro vs intermediário financeiro. Neste ponto, iremos analisar somente as linhas gerais do *Code of Arbitration Procedure for Customer Disputes* (Code)⁷⁹.

II. Nos termos da Rule 12200, a sujeição de um litígio à arbitragem da FINRA poderá ocorrer em duas situações distintas:

⁷⁶ § 15(o).

⁷⁷ FINRA, *Final Report and Recommendations of the FINRA Dispute Resolution Task Force*, 2015.

⁷⁸ Cit., 53. A implementação das medidas podem ser acompanhadas em: <https://www.finra.org/arbitration-and-mediation/finra-dispute-resolution-task-force>

⁷⁹ Sobre o conceito de *customer* e as dúvidas que suscita veja-se: Jill I Gross, *The Customer's Nonwaivable Right to Choose Arbitration in the Securities Industry*, 10 Brook J Corp Fin & Com L (2016), 383-404.

(i) existência de uma convenção de arbitragem nesse sentido; ou (ii) em decorrência de uma simples manifestação de vontade do investidor, independentemente da existência de um acordo prévio nesse sentido. É esta regra, conjugada com a prática de acoplamento de convenções de arbitragens em contratos de intermediação financeira que leva a Ciência Jurídica a considerar que se trata de uma arbitragem virtualmente necessária⁸⁰.

III. O campo de aplicação da arbitragem da FINRA encontra-se bem delimitado: *“The Code applies to any dispute between a customer and a member or associated person of a member”*⁸¹, não se aplicando, por exemplo, a ações *ut singuli*⁸² ou a *class actions*⁸³.

O Code sustenta-se num esquema processual particularmente denso e complexo e num padrão de nomeação particular: *“The Neutral List Selection System is a computer system that generates, on a random basis, lists of arbitrators from FINRA’s rosters of arbitrators for the selected hearing location for each proceeding. The parties will select their panel through a process of striking and ranking the arbitrators on lists generated by the Neutral List Selection System”*⁸⁴.

7. Dados do setor

A FINRA disponibiliza, no seu sítio, dados constantemente atualizados que nos permitem ter uma ideia mais precisa da dimensão assumida pela arbitragem financeira estado-unidense.

⁸⁰ Gross, *The End of Mandatory* cit., 1179. Veja-se, ainda, a Rule 12201, com idêntico sentido.

⁸¹ Rule 12101.

⁸² Rule 12205.

⁸³ Rule 12204.

⁸⁴ Rule 12400(a).

1. Ações iniciadas e terminadas

Ano	Ações iniciadas	Ações terminadas
2018	4 325	3 756
2017	3 456	3 735
2016	2 681	3 635
2015	3 435	3 489
2014	3 822	3 838
2013	3 714	4 498
2012	4 299	4 877
2011	4 720	6 099
2010	5 680	6 241

2. Resultado final da ação (2018)

Resultado	2018	2017	2016	2015
Sentença	647 (17%)	647 (18%)	750 (21%)	824 (24%)
Transação	2 005 (54%)	1 964 (53%)	1 812 (50%)	1 716 (50%)
Mediação	493 (13%)	493 (13%)	433 (12%)	306 (9%)
Desistência	333 (9%)	348 (9%)	341 (9%)	317 (9%)
Outros	233 (6%)	233 (6%)	275 (8%)	294 (8%)

3. Resultados favoráveis aos investidores

Ano	Porcentagem em relação ao número de ações concluídas	Porcentagem de casos em que a sentença foi favorável aos investidores
2018	15%	40%
2017	14%	43%
2016	16%	41%
2015	20%	42%
2014	19%	38%

8. As críticas alemãs à arbitragem financeira: *excurso*

I. Nos termos do § 101 do *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG)⁸⁵ as convenções de arbitragem relativas a serviços de investimento, a serviços auxiliares dos serviços de investimento e a operações sobre futuros apenas são vinculativas na medida em que ambas as partes da convenção sejam comerciantes, nos termos do Código Comercial, ou pessoas coletivas de Direito público.

O preceito, introduzido no WpHG aquando da grande reforma de 2002, veio substituir o § 28 do *Börsengesetz* (BörsG). Do confronto entre os dois artigos resultam, importantes diferenças: o § 101 do WhHG tem um campo de aplicação mais vasto – abrange tanto operações relativas aos mercados regulamentados como as operações de balcão (p.ex.: os contratos de *swap*), até 2002 não incluídas na proibição – e estende a proibição a todos os tribunais arbitrais e não somente a tribunais arbitrais instituídos junto de bolsas de valores⁸⁶.

II. Nas explicações que acompanharam a reforma de 2002, o legislador alemão esclareceu que a densificação da proibição de celebração de convenções de arbitragem foi motivada pela necessidade de proteger os investidores⁸⁷.

A solução positivada mereceu fortes críticas por parte da doutrina especializada, por vedar a um grande número de investidores a possibilidade de recorrerem a tribunais especializados, mais céleres e desburocratizados⁸⁸. O § 101 do WpHG transmite ainda uma ideia geral da arbitragem muito pouco abonatória: a de que não é

⁸⁵ Correspondia, até à reforma de 2018, ao § 37(h). Esta alteração reflete, apenas, uma resistemização do WpHG: não teve qualquer impacto no seu conteúdo.

⁸⁶ Klaus Peter Berger, *Schiedsgerichtsbarkeit und Finanztermingeschäfte – Der „Schutz“ der Anleger vor der Schiedsgerichtsbarkeit durch § 37h WpHG*, ZBB (2003), 77-93, 81 ss; Rolf Sethe/Alexander Hellgardt, *Anotação ao § 101 do WhHG em Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert Wertpapierhandelsrecht Kommentar*, 7.^a ed., Dr. Otto Schmidt: Colónia (2019), 1164-1180, 1165, Rn. 1-3.

⁸⁷ *Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz)*, BT-Drucksache 14/8017, 18-jan.-2002, 96-97.

⁸⁸ Por todos: Berger, *Schiedsgerichtsbarkeit und Finanztermingeschäfte* cit.

segura para o Homem Comum ou a de que os árbitros podem, por regra, decidir este tipo de litígios de forma discricionária.

Também numa perspetiva interna, não conseguimos acompanhar o modelo consagrado: se a ideia é a de limitar a arbitragem financeira a investidores com conhecimentos e experiência, melhor teria sido recorrer ao conceito de investidor profissional.

Por fim, a adequação do § 101 do WhHG ao Direito europeu tem sido igualmente posta em causa. Na origem desta interpretação encontramos a possível violação do princípio da livre circulação de serviços⁸⁹.

9. Conclusões

O aumento exponencial de litígios envolvendo contratos de intermediação financeira justifica que a Comunidade Jurídica inicie a discussão sobre a adequação do modelo vigente e a pertinência em instituir mecanismos alternativos.

De entre os vários caminhos possíveis, a solução estado-unidense, fundada numa estrutura privada devidamente supervisionada pela CMVM, apresenta-se como uma solução possível e viável, em face das especificidades da realidade nacional. Na análise ao seu cabimento não poderemos, naturalmente, ignorar tanto as fragilidades identificadas no Direito alemão como a pertinência em conjugá-la como modelos mais informais de mediação.

⁸⁹ Roman Jordans, *Zur Europarechtswidrigkeit von § 37h WpHG*, 18 EuYW (2007), 655-659.

Bibliografia

- Alexandre, Isabel, *Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum*, V DVM (2004), 9-27.
- Andreotti, Tiago, *Dispute Resolution in Transnational Securities Transaction*, Hart Publishing: Oxford (2017).
- Banner, Stuart, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860*, CUP: Cambridge (1998).
- Berger, Klaus Peter, *Schiedsgerichtsbarkeit und Finanztermingeschäfte – Der „Schutz“ der Anleger vor der Schiedsgerichtsbarkeit durch § 37h WpHG*, ZBB (2003), 77-93.
- Bianchi, Rinaldo L., *Arbitration – Enforceability of Arbitration Agreement in Action by Investors under the Securities Act of 1933*, 52 Mich L Rev (1954), 741-744.
- Black/Gross, Barbara/Jill I., *Making It Up as They Go Along: The Role of Law in Securities Arbitration*, 23 Cardozo L Rev (2002), 991-1047.
- Brunet/Johnson, Edward/Jennifer J., *Substantive Fairness in Securities Arbitration*, 76 U Cin L Rev (2008), 459-492.
- Cole, Christopher W., *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA): Is the Consolidation of NASD and the Regulatory Arm of NYSE a Bull or a Bear for U.S. Capital Markets?*, UMKC L Rev (2007), 251-271.
- Cordeiro, A. Barreto Menezes, *Direito dos valores mobiliários*, I, Almedina: Coimbra (2015);
- ___ *Manual de Direito dos valores mobiliários*, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2018);
- ___ *Os limites dos poderes de transferência do Banco de Portugal no âmbito do processo de resolução em Estudos de Direito bancário*, CIDP, Almedina: Coimbra (2018) 129-157;
- ___ *Relações fiduciárias: por uma doutrina unitária*, 3 RDC (2019), 99-117;
- ___ *A responsabilidade civil do intermediário financeiro: o artigo 304.º-A do CVM em Responsabilidade civil: cinquenta anos em Portugal, quinze anos no Brasil*, II, coord. Mafalda Miranda Barbosa/Francisco Muniz, IJ: Coimbra (2018), 83-104.
- Douglas/Bates, William O./George E., *The Federal Securities Act of 1933*, 43 Yale LJ (1933), 171-217.

- Fletcher III, C. Edward, *Learning to Live with the Federal Arbitration Act – Securities Litigation in a Post-McMahon World*, 37 Emory LJ (1988), 99-138.
- Gatskova, Alina, *Mend it, Don't End it: How to Improve Securities Arbitration In the United States by Adopting Best Practices from the United Kingdom and Australia*, 42 Fordham Int'l L J (2018), 1043-1090.
- Grant, Paul S., *The National Association of Securities Dealers: Its Origins and Operation*, Wis L Rev (1942), 597-609.
- Gross, Jill I., *The End of Mandatory Securities Arbitration?*, 30 Pace L Rev (2010), 1174-1194, 1179;
- *The Historical Basis of Securities Arbitration as an Investor Protection Mechanism*, J Disp Res (2016), 171-186;
- *The Customer's Nonwaivable Right to Choose Arbitration in the Securities Industry*, 10 Brook J Corp Fin & Com L (2016), 383-404.
- Hermann, William C., *Arbitration of Securities Disputes: Rodriguez and New Arbitration Rules Leave Investors Holding a Mixed Bag*, 65 Indiana LJ (1990), 697-722.
- Hervatin, Lydia A., *Predispute Arbitration Agreements in Securities Disputes: Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc. – Speedy Justice or Just Speed*, 24 Loy LA L Rev (1991), 757-807.
- Johnson, Jennifer J., *Wall Street Meets the Wild West: Bringing Law and Order to Securities Arbitration*, 84 NC L Rev (2005), 123-180.
- Jordans, Roman, *Zur Europarechtswidrigkeit von § 37h WpHG*, 18 EuYW (2007), 655-659.
- Karmel, Roberta S., *Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations Be Considered Government Agencies?*, 14 Stan JL Bus & Fin (2008), 151-197.
- Katsoris, Constantine N., *The Arbitration of a Public Securities Dispute*, 53 Fordham L Rev (1984), 279-314;
- *Securities Arbitration After McMahon*, 16 Fordham Urb LJ (1988), 361-387;
- *Securities Arbitrators Do Not Grow on Trees*, Fordham J Corp & Fin L (2008), 49-82;
- *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, coordenação de Viral V. Acharya/Thomas F. Cooley/Matthew P. Richardson/Ingo Walter, John Wiley, Hoboken: Nova Jérsei (2011).

- Keller/Gehlmann, Elisabeth/Gregory A., *Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*, 49 Ohio St LJ (1988), 329-352.
- Krause, James C., *Securities Litigation: The Unsolved Problem of Predispute Arbitration Agreements for Pendente Claims*, 29 DePaul L Rev (1980), 693-721.
- Landis, James M., *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 Geo Wash L Rev (1959), 29-49.
- Loomis Jr., Philip A., *Securities Exchange Act of 1934 and the Investment Advisers Act of 1934*, 28 Geo Wash L Rev (1959), 214-249.
- Moore, Leslie William, *Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc.: Is Securities Arbitration Finally Above Suspicion?*, 78 Ky LJ (1990), 839-864.
- Omarova, Saule T., *Wall Street as Community of Fate: Toward Financial Industry Self-Regulation*, 159 U Pa L Rev (2011), 411-492.
- Reder, Margo E.K., *Securities Law and Arbitration: The Enforceability of Predispute Arbitration Clauses in Broker-Customer Agreements*, 1 Colum Bus L Rev (1990), 91-117.
- Rutter, Thomas B., *The National Association of Securities Dealers: Continuing Government-Industry Cooperative Regulation in the Over-the Counter Securities Industry*, 7 Vill L Rev (1962), 611-655.
- Seligman, Joel, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 3.^a ed., Wolters Kluwer (2003).
- Sethe/Hellgardt, Rolf/Alexander, *Anotação ao § 101 do WhHG em Assmann/Uwe H. Schneider/ Mülbart Wertpapierhandelsrecht Kommentar*, 7.^a ed., Dr. Otto Schmidt: Colonia (2019), 1164-1180.
- Tracy/MacChesney, John E./Alfred Brunson, *Securities Exchange Act of 1934*, 32 Mich L Rev (1934), 1025-1068.
- Zepfel, Robert J., *Arbitration of Investor-Broker Dispute*, 65 Cal L Rev (1977), 120-149.

