

Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários

Artigos selecionados
2018



APRESENTAÇÃO

A presente seleção de artigos foi fruto de debate no **Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários**, promovido, em 22/11/18, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA), e em parceria com o Instituto de direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários (IDSVM).

O resultado desse trabalho teve início com chamamento específico da Autarquia para recebimento de artigos e trabalhos acadêmicos, cujo foco fosse a relação do direito civil com os mercados regulados pela CVM.

Em 12/6/18, foi aberto processo de seleção de trabalhos direcionados a três grandes temas:

- (i) Nexo de Causalidade nas ações de responsabilidade no mercado de capitais.
- (ii) Modelo de estrutura societária aplicado aos participantes regulados pela CVM.
- (iii) Dever de informação dos administradores, desafios enfrentados e caminhos a serem percorridos.

Os seis artigos que compõem essa publicação foram escolhidos por uma comissão envolvendo a CVM e o IDSVM. Dos trabalhos apresentados, três foram escolhidos para serem objeto de debate no Seminário (programação consta no Anexo desse documento), que contou com a participação de grandes nomes do direito societário brasileiro e palestra inicial do Diretor Pablo Renteria, que discorreu sobre o mundo do Direito Civil e sua estreita relação com o mercado de capitais.

Essa iniciativa, que será repetida daqui para frente, contou com a participação de profissionais e acadêmicos e vai em linha com a estratégia da CVM em aproximar ainda mais o ambiente acadêmico na promoção de estudos voltados ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Por fim, a CVM parabeniza, mais uma vez, os autores dos artigos selecionados pelo belo trabalho e o rigor técnico com que conduziram suas reflexões sobre os temas em debate.

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)

SUMÁRIO

I - MECANISMOS DE COMPENSAÇÃO AOS INVESTIDORES DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO – <i>Autor: Bruno Miranda Gontijo</i>	6
I – Introdução e delimitação do tema	7
II – O sistema brasileiro de reparação aos investidores	11
A – Ação Social de Responsabilização	12
B – Ação Individual de Reparação.....	14
C – Ação Civil Pública.....	16
D – Ação Coletiva por Associações	19
E – Termos de Compromisso	21
III – Conclusões.....	24
IV – Referências Bibliográficas.....	29
II – RESPONSABILIDADE DO COTISTA PARTICIPANTE DE COMITÊ DE INVESTIMENTO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – <i>Autor: Fernando Augusto Silva Leite</i>	32
1. FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	33
2. PRIVATE EQUITY E FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	34
3. COMITÊ DE INVESTIMENTOS	37
4. RESPONSABILIDADE DO ACIONISTA DE SOCIEDADE ANÔNIMA	38
5. CONCLUSÃO.....	40
III – OS TIPOS SOCIETÁRIOS NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: CARACTERÍSTICAS, FUNÇÕES E O CASO ESPECIAL DOS AUDITORES INDEPENDENTES – <i>Autor: Leonardo Anthero Auriema</i>	42
1. Introdução	43
2. Panorama dos participantes de mercado e seus respectivos tipos societários	45

3. O sistema de direito societário e os tipos legais.....	49
a) <i>A sociedade por ações</i>	52
b) <i>A associação</i>	55
c) <i>A sociedade limitada</i>	56
d) <i>A sociedade simples</i>	57
4. A exceção da auditoria independente no mercado de capitais brasileiro	59
5. Conclusões.....	71

IV – APONTAMENTOS SOBRE A QUESTÃO DA DILIGÊNCIA NA RESPONSABILIZAÇÃO DE COMPANHIAS ABERTAS PELA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FALSAS OU IMPRECISAS AO MERCADO –
Autor: Ricardo Villela Mafra Alves da Silva 73

1. INTRODUÇÃO	74
2. O DEVER LEGAL DA COMPANHIA DE INFORMAR E O DIREITO SUBJETIVO DO INVESTIDOR À INFORMAÇÃO.....	74
2.1 O dever da companhia aberta de divulgar informações ao mercado.....	74
2.2 O direito subjetivo do investidor à informação	77
3. A RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA PELA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FALSAS OU IMPRECISAS	79
3.1 Caracterização do ato ilícito.....	80
3.2 O papel da diligência na aferição da culpa da companhia aberta com relação à divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado.....	84
4. CONCLUSÃO.....	88

V – CRÍTICA À OPÇÃO DA LEI 13.506/2017 PARA A TIPOLOGIA CRIMINAL DO CRIME DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO: REFLEXOS PARA O DEVER DE INFORMAÇÃO E A RESPONSABILIDADE CIVIL –
Autor: Carlos Eduardo Vergueiro..... 89

1. A correlação entre o crime de manipulação de mercado e o dever de informar. Impactos para a responsabilidade civil	90
2. A Manipulação de Mercado no Direito Português e Italiano	93
3. A Lei 13.506/2017: "Processo Legislativo" e a nova redação do art. 27-C.....	95

4. Conclusão: Desafios da Nova Redação do art. 27-C da Lei 6.385 e Sugestões	97
VI – A DESCOBERTA DA VÍTIMA POR SI MESMA NOS ILÍCITOS NO MERCADO DE CAPITAIS – Autor: Fernando de Andrade Mota	99
1. Introdução	100
2. Novo conceito de manipulação	100
3. Novo conceito de insider trading.....	103
4. Nulidade e anulabilidade.....	105
5. Fundamentos para a indenização.....	107
6. Vítimas que não se sabem	108
7. A descoberta das vítimas e a descoberta das coisas.....	109
8. Considerações sobre o sigilo financeiro.....	110
9. Momento da divulgação e pré-julgamento	112
10. Responsabilidade dos administradores	112
ANEXO: PROGRAMAÇÃO	116

I – MECANISMOS DE COMPENSAÇÃO AOS INVESTIDORES DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Os desafios à responsabilização dos administradores pela prática de ilícitos¹

Autor: Bruno Miranda Gontijo

Mestrando em Direito Empresarial e Bacharel em Direito pela UFMG.

Conselheiro do Grupo de Estudos de Direito Empresarial da UFMG.

Advogado na Benzecry & Pitta Advocacia Especializada.

E-mail: brunomiranda@live.com.

Resumo

Este artigo aborda os possíveis mecanismos de reparação de danos patrimoniais sofridos por investidores no mercado de capitais brasileiro, decorrentes da prática de ilícitos pela administração das empresas, identificando as ações de resarcimento possíveis no ordenamento jurídico brasileiro e os respectivos desafios à responsabilização dos administradores, buscando analisar as consequências práticas de cada uma. Trata ainda sobre algumas possíveis respostas regulatórias, questionando de maneira crítica suas aplicabilidades.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Ilícitos; Compensação.

COMPENSATION MECHANISMS TO INVESTORS IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

Challenges to the liability of officers for the practice of illicit

Abstract

This paper analyzes the possible mechanism for redressing patrimonial damages suffered by investors in the Brazilian capital market, resulting from the illicit practices by the companies' management, identifying possible redress actions in the Brazilian legal system and the respective challenges to the liability of the officers, seeking to analyze the practical consequences of each one. This article brings considerations about possible regulatory responses, critically questioning its applicability.

Keywords: Capital market; Illicit; Compensation.

¹ Artigo originalmente publicado na obra “Sistema Anticorrupção e Empresa”, organizada pelos Prof. Drs. Marcelo Andrade Féres e Natália Cristina Chaves, em abril/2018, pela Editora D’Plácido.

I – Introdução e delimitação do tema.

Muito se tem visto a respeito das atuais investigações policiais a respeito de fraudes cometidas por grandes companhias brasileiras no âmbito de suas atividades empresárias, buscando auferir maiores retornos financeiros de formas escusas. Desde o início da investigação da “Operação Lava Jato” pela Polícia Federal², em 2014, a principal instituição investigada, a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, sociedade de economia mista controlada pelo governo federal brasileiro, vem apresentando consecutivos prejuízos.

As demonstrações contábeis da companhia apresentaram perdas recordes de R\$ 21,6 bilhões em 2014³, R\$ 34,8 bilhões em 2015⁴, R\$ 14,824 bilhões em 2016⁵ e R\$ 446 milhões em 2017⁶, conforme informou a estatal por meio do seu portal de relação com investidores. Os papéis da estatal sofreram enorme desvalorização, atingindo, em janeiro de 2016, o valor de R\$ R\$ 4,41, uma queda de aproximadamente 91,60% quando comparado a maio de 2008, momento em que atingiu sua maior cotação, de R\$ 52,51.

O gráfico abaixo demonstra a cotação consolidada das ações PETR3 e PETR4 negociados na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão desde 2000⁷:

² Para maiores informações, vide: BRASIL. Ministério Pùblico Federal. Caso Lava Jato. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/para-o-cidadao/caso-lava-jato>>. Acesso em 09. set. 2018.

³ PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Divulgamos nossas demonstrações contábeis auditadas*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgamos-nossas-demonstracoes-contabeis-auditadas.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

⁴ *Divulgação de resultados do exercício de 2015*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgacao-de-resultados-do-exercicio-de-2015.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

⁵ *Confira nosso resultado financeiro de 2016*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/confira-o-nosso Resultado-financeiro-de-2016.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.

⁶ *Obtivemos melhores resultados em 2017*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/petrobras-melhora Resultado-em-2017.htm>>. Acesso em 07 set. 2018.

⁷ A Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras é uma companhia listada em bolsa de valores desde 1968, apesar de seu cadastro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) constar como data de registro o ano de 1977, visto que a companhia fez sua abertura de capital antes mesmo da CVM. Contudo, o gráfico da cotação de ações disponível na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão apresenta apenas as cotações a partir de 2000. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras. *Formulário de Referência – 2018*. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=76855>>. Acesso em 07 set. 2018.)

GRÁFICO 1 – Cotação histórica PETR3⁸ e PETR4⁹



Fonte: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

Em certas oportunidades, a própria companhia chegou a atribuir os resultados negativos, principalmente, à desvalorização de ativos (*impairment*) e à baixa decorrente de pagamentos indevidos identificados no âmbito da Operação Lava Jato¹⁰. Já em 2018, o prejuízo foi resultante de acordo firmado no contexto de ação judicial propostas contra a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras perante a justiça dos Estados Unidos da América¹¹.

No mesmo sentido, a Odebrecht S.A., empreiteira também investigada na operação, apresentou resultado líquido negativo em 2015 de R\$ 298 milhões em comparação ao lucro líquido de R\$ 494 milhões em 2014¹². Já no exercício de 2016, após a companhia ter tido dificuldades de

⁸ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=PETR3>. Acesso em 07 set. 2018.

⁹ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=PETR4>. Acesso em 07 set. 2018.

¹⁰ “Apresentamos prejuízo de R\$ 21,6 bilhões em 2014, em função, principalmente, da perda por desvalorização de ativos (*impairment*), de R\$ 44,6 bilhões; e da baixa decorrente de pagamentos indevidos identificados no âmbito da Operação Lava Jato, de R\$ 6,2 bilhões.” (PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Divulgamos nossas demonstrações contábeis auditadas*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgamos-nossas-demonstracoes-contabeis-auditadas.htm>>. Acesso em 08 out. 2017.)

¹¹ “Teríamos alcançado um lucro líquido de R\$ 7,089 bilhões, mas despesas extraordinárias, especialmente o acordo de R\$ 11,198 bilhões para encerramento da ação coletiva de investidores nos Estados Unidos (*class action*) e a adesão a programas de regularização de débitos federais, que somaram R\$ 10,433 bilhões, tiveram impacto significativo no resultado.” (PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Obtivemos melhores resultados em 2017*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/petrobras-melhora-resultado-em-2017.htm>>. Acesso em 07 set. 2018.)

¹² ODEBRECHT S.A.. *Relatório Anual 2015/2016*. Disponível em: <http://www.odebrecht.com/sites/default/files/ra_odebrecht_2016.pdf>. Acesso em 12 jul. 2017.

publicar seus balanços, possivelmente em razão do trabalho das auditorias independentes¹³, a receita bruta caiu de R\$ 131,9 bilhões em 2015 para R\$ 89,7 bilhões, o que representou redução de 32,3% em relação a 2015¹⁴.

Além das referidas perdas e da venda de diversos ativos, a Odebrecht S.A. e a Braskem S.A., sociedade pertencente ao seu grupo econômico, pagarão, em razão das propinas, multa de mais de R\$ 6,7 bilhões, decorrente de um acordo de leniência global, firmado em dezembro de 2016, que será rateada entre os governos brasileiros, norte-americano e suíço¹⁵. Desse valor, R\$ 2,72 bilhões serão destinados ao Brasil e serão pagos ao longo dos próximos 22 anos, pelo qual, levando-se em conta incidência de juros no período dos pagamentos, o valor será superior a R\$ 6,8 bilhões¹⁶.

Esta última multa figuraria, então, como a de maior valor no mundo para acordos firmados com autoridades governamentais referentes à corrupção, sendo, contudo, superada em razão do acordo de leniência celebrado também pelo Ministério Público Federal com a J&F Investimentos S.A., controladora da companhia JBS S.A., em junho de 2017, igualmente no contexto da “Operação Lava Jato”. A companhia pagará R\$ 10,3 bilhões em multa após a delação do controlador da companhia, o Sr. Joesley Batista¹⁷.

¹³ G1. *Grupo Odebrecht atrasa publicação do balanço de 2016*. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/grupo-odebrecht-atrasa-publicacao-do-balanco-de-2016.ghtml>>. Acesso em 12 jul. 2017.

¹⁴ ODEBRECHT S.A.. *Relatório Anual 2016/2017*. Disponível em: <https://www.odebrecht.com/sites/default/files/relatorio_anual_2017.pdf>. Acesso em 13 fev. 2018.

¹⁵ BRASIL. Ministério Público Federal. Procuradoria da República do Paraná. *MPF firma acordos de leniência com Odebrecht e Braskem*. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/pr/sala-de-imprensa/noticias-pr/mpf-firma-acordos-de-leniencia-com-odebrecht-e-braskem>>. Acesso em 09. set. 2018.

¹⁶ BRASIL. Ministério da Transparéncia e Controladoria-Geral da União. *Acordo de leniência com a Odebrecht prevê resarcimento de 2,7 bilhões*. Disponível em: <<http://www.cgu.gov.br/noticias/2018/07/acordo-de-leniencia-com-a-odebrecht-preve-ressarcimento-de-2-7-bilhoes>>. Acesso em 09. set. 2018.

¹⁷ BRASIL. Ministério Público Federal. *Acordo de Leniência*. Colaboradora: J&F Investimentos S.A.. Brasília: 5 jun. 2017. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/acordo-leniencia>>. Acesso em 09. set. 2018.

GRÁFICO 2 – Cotação histórica JBSS3¹⁸



Fonte: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

As referidas saídas de caixa de todas essas companhias representam perda de valor dos investimentos realizados por seus acionistas, que, em última instância, são aqueles que verdadeiramente são prejudicados. Da mesma forma, a vinda à tona destes escândalos tende a comprometer o valor da cotação das ações dessas companhias quando negociadas em bolsa de valores, ainda que o nexo causal referente à perda pelos investidores seja controverso e de maior complexidade para ser comprovado.

Este estudo pretende apresentar os conceitos básicos relativos aos mecanismos de compensação de prejuízos aos investidores no ordenamento jurídico brasileiro, discutindo alguns aspectos relevantes relativos às dificuldades de se responsabilizar os administradores das respectivas companhias pela prática de ilícitos. Pretende-se abordar os possíveis ganhos regulatórios e econômicos trazidos pelas ferramentas disponíveis no Brasil para proteção dos investidores, sopesando a segurança do mercado de capitais e a busca pelo seu desenvolvimento.

A referida análise irá se limitar à reparação, no contexto da esfera judicial civil e pela via administrativa, não sendo objeto de estudo o ressarcimento alcançado na esfera privada, seja por meio da arbitragem ou via mecanismos de autorregulação, bem como pela esfera penal.

¹⁸ B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. JBS S.A.. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/?symbol=JBSS3>. Acesso em 07 set. 2018.

II – O sistema brasileiro de reparação aos investidores.

A Lei nº 6.404/1976, ou Lei das Sociedade por Ações (“LSA”), determina expressamente, ao longo dos artigos 153 a 158, os deveres e responsabilidades dos administradores das sociedades anônimas. Nesse sentido, cada membro da administração deve observar, no exercício de suas funções, os deveres de (i) diligência; (ii) atuação nos limites das suas atribuições conferidos pela lei e pelo estatuto; (iii) lealdade; (iv) não intervenção em situações de conflito de interesse; (v) informar; e (vi) fiscalizar os demais administradores.

Portanto, serão considerados ilícitos aqueles atos praticados pelos membros da administração das companhias em descumprimento aos deveres legais e estatutários, agindo com culpa ou dolo. Sendo assim, aquelas práticas que eventualmente venham a causar prejuízos decorrentes desses atos deverão, nos termos da legislação a respeito da responsabilidade civil, ser resarcidos pelo administrador que o deu causa.

Entretanto, por tratarem-se de deveres e responsabilidades de caráter eminentemente abstratos, a comprovação de seu descumprimento no contexto da formulação de acusações é dificultada. Logo, ainda que as obrigações estruturadas sob a forma de regras gerais de conduta sejam comuns em matéria de legislação societária, buscando permanecerem abertas às mudanças de valoração, essas disposições subjetivas dificultam a efetiva responsabilização dos agentes, pelo qual a autoridade coatora deverá realizar um juízo de valor do caso e não apenas a subsunção de um fato à norma.

Indiferentemente desses empecilhos, havendo prejuízos aos acionistas em razão de ilícitos praticados no mercado de valores mobiliários, os investidores deverão ter seus danos indenizados, de forma que o ressarcimento adequado dos prejuízos auferidos contribui não só para a proteção dos investidores, mas também para dissuadir a prática de ilícitos e garantir a credibilidade e atratividade do mercado de capitais.

Dessa forma, o ordenamento jurídico brasileiro é bastante complexo ao tratar sobre ações de responsabilização a fim de buscar reparação por prejuízos aos investidores. Nesse aspecto, o horizonte se estende desde ações sociais ou individuais às ações civis públicas, até a atuação da agência reguladora do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), por meio da celebração de acordos de leniências e termos de compromisso.

A – Ação Social de Responsabilização

A LSA dispõe, em seu artigo 159, sobre os procedimentos para propositura de ação de responsabilidade civil contra os administradores das sociedades anônimas, seja essa movida pela companhia, mediante deliberação assemblear (*ação social ut universi*), ou proposta por acionistas detentores de, no mínimo, 5% do capital social da companhia¹⁹, independente se votantes ou não²⁰ (*ação social ut singuli*)²¹.

Em razão dessa exigência, não muitas vezes o Poder Judiciário chega a ser acionado para reparação de prejuízos sofridos pela companhia e seus acionistas no Brasil. Esse cenário é consequência direta da concentração acionária nas empresas brasileiras, que frequentemente resulta na vinculação dos administradores ao acionista majoritário²², motivo esse que inviabiliza a deliberação em assembleia geral pela responsabilização dos administradores, ou no não atingimento da representatividade mínima exigida para propositura da ação diretamente pelos acionistas²³.

Da mesma forma, há significativa probabilidade de que os membros da administração

¹⁹ O legislador brasileiro atribuiu à CVM a competência para, nas empresas abertas, reduzir o percentual de participação societária exigido para a propositura da referida ação social de responsabilização mediante fixação de escala em função do valor do capital social, contudo, a referida disposição é criticável, considerando que o valor do capital social não representa relação direta com o quórum exigido na legislação para ingresso com a referida demanda judicial, podendo ocorrer de em empresas com capital social elevado a concentração acionária ser expressiva, enquanto que em outras, de capital social reduzido, haver grande quantidade de acionistas com significativa participação societária. A saber: BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976. Brasília: 15 dez. 1976. “Art. 291. A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às empresas abertas, estabelecida no art. 105; na alínea c do parágrafo único do art. 123; no caput do art. 141; no § 1º do art. 157; no § 4º do art. 159; no § 2º do art. 161; no § 6º do art. 163; na alínea a do § 1º do art. 246; e no art. 277.”

²⁰ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 745.739/RJ, da 3ª Turma, rel. Min. Massami Uyeda, j. em 28.08.2012.

²¹ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976. Brasília: 15 dez. 1976. “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia-geral extraordinária. (...) § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.”

²² GIUDICI, Paolo. *Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions*. European Company and Financial Law Review. n. 2-3, 2009, p. 246-269, p. 248; REISBERG, Arad. *Theoretical Reflections on Derivative Actions in English Law: The Representative Problem*. European Company and Financial Law Review. v. 3, 2006, p. 78.

²³ REISBERG, Arad. *Theoretical Reflections on Derivative Actions in English Law: The Representative Problem*. European Company and Financial Law Review. v. 3, 2006, p. 69-108, p. 78; LATELLA, Dario. *Shareholder Derivative Suits: A comparative analysis and the implications of the european shareholder's rights directive*. European Company and Financial Law Review. v. 6, 2009, p. 308.

supostamente envolvidos na prática de ilícitos, que serão inclusive suspensos de suas funções caso a assembleia delibere pela propositura de ação judicial, busquem de alguma forma, ainda que indiretamente, influenciar a deliberação assemblear a fim de impedir o ajuizamento.

Além do mais, como dispõe a legislação, é pressuposto para a propositura da ação social de responsabilização a prévia deliberação em assembleia geral a esse respeito. Portanto, apenas se a assembleia deliberar favoravelmente ao ingresso da ação, mas não o faça no prazo de 3 meses da deliberação, é que poderão os acionistas se substituírem à companhia e gozarem da legitimação extraordinária ativa para o ingresso da ação; ou, por outro lado, os acionistas detentores de 5% do capital social da companhia só atenderão ao requisito processual do interesse de agir caso a deliberação assemblear decidida pela rejeição à propositura da ação indenizatória.

Vale apontar ainda que, conforme dispõe o § 5º do mesmo artigo, havendo ingresso no judiciário desses acionistas detentores de 5% do capital social da companhia, caso a ação prospere, os resarcimentos deverão ser direcionados à companhia, cabendo aos autores apenas a indenização pelas despesas incorridas, no limite do resultado alcançado. Caso, entretanto, a ação proposta pelo acionista não logre êxito, cabe a ele os ônus da ação, não podendo ser rateados com a companhia.

Logo, ainda que a propositura da ação favoreça todos os acionistas prejudicados, considerando que haverá uma reparação patrimonial da própria companhia, aquele acionista que deliberadamente decidir conduzir o processo terá maior exposição a riscos, bem como assumirá antecipadamente os custos do processo até a sentença, permitindo aos demais uma postura mais silente e acomodada na espera pelos resultados (*free riders*). Dessa forma, esses últimos não teriam que suportar os eventuais ônus de uma eventual decisão de improcedência, mas seriam igualmente beneficiados caso os administradores venham a ser condenados²⁴.

A intenção proposta por meio desse direcionamento dos resultados positivos da ação à companhia é, dentre outros, a de se evitar a propositura leviana de ações de responsabilidade ou até a eventual transferência dos ônus do ajuizamento à companhia e, consequentemente, aos demais acionistas. Contudo, uma das consequências desse direcionamento é a falta de interesse de agir dos acionistas quando, ainda que acreditando terem sido prejudicados pela administração da companhia, permanecem inertes na defesa dos interesses da companhia.

Por fim, a legislação não deve ser considerada como o único obstáculo à propositura das ações sociais de responsabilização. O entendimento do Poder Judiciário a respeito do efeito extintivo da

²⁴ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. *Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador Movida por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social* (art. 246, § 1º, “b” da Lei 6.404/76). In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário II, adaptado ao Novo CPC – Lei 13.105/2015*. São Paulo: Quatier Latin, 2015, p. 255.

responsabilidade dos administradores, quando da aprovação de suas contas pela assembleia geral, resulta no impedimento às demandas de reparação dos danos causados à companhia²⁵.

Nesse sentido, aprovando-se as contas dos administradores sem ressalvas, a companhia e os acionistas só poderiam demandá-los em juízo caso a deliberação assemblear que lhes garantiu a quitação seja revogada, visto que aprovação das contas, prevista no § 3º do artigo 134 da LSA²⁶, exclui os pressupostos processuais para a referida demanda.

Contudo, seria conveniente que houvesse na jurisprudência uma busca por compatibilizar os efeitos dessa exoneração com os deveres e responsabilidades fiduciários dos membros da administração, dispostos ao longo dos artigos 153 a 158 da mesma lei. Principalmente quando se leva em conta que os acionistas raramente têm condições de identificar e efetivamente avaliar os atos dos administradores, salvo pelos seus eventuais efeitos contábeis, bem como que as análises das auditorias independentes se limitam aos aspectos jurídico-contábeis das demonstrações financeiras, alegando incompetência para identificação de fraudes.

Essa mudança de postura decisória deve levar-se em conta também as previsões da Lei Anticorrupção, que dispõe a respeito da responsabilização dos administradores por prejuízos e ilícitudes cometidos em razão da falta de constituição de processos e controles internos. Contudo, a jurisprudências dos tribunais nacionais ainda não foi capaz de equacionar adequadamente a responsabilidade civil dos administradores. Como resultado, o Poder Judiciário tende a um desequilíbrio em favor do princípio da intervenção mínima, o que, na prática, amplia a discricionariedade dos administradores à revelia do controle judicial sobre a legalidade de seus atos de gestão²⁷.

B – Ação Individual de Reparação

A Constituição Federal de 1988 definiu como princípio constitucional o acesso à justiça, por meio

²⁵ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.313.725/SP, 3ª Turma, rel: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em: 26.06.2012; _____. Superior Tribunal de Justiça. AgRg no Ag nº 640.050/RS, 4ª Turma, rel: Min. Luis Felipe Salomão, j. em: 19.05.2009; _____. Superior Tribunal de Justiça. AgRg no Ag nº 950.104, 3ª Turma, rel: Min. Massami Uyeda, j. em: 19.03.2009.

²⁶ _____. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976. Brasília: 15 dez. 1976. “Art. 134. Instalada a assembleia-geral, proceder-se-á, se requerida por qualquer acionista, à leitura dos documentos referidos no artigo 133 e do parecer do conselho fiscal, se houver, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação. (...) § 3º A aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286).”

²⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins; BARBOSA JR, Alberto. *Notas sobre a Revisão Judicial dos Atos de Gestão em Sociedades Anônimas: os tribunais judiciais podem aprender com a CVM?*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário II, adaptado ao Novo CPC – Lei 13.105/2015*. São Paulo: Quatier Latin, 2015, p. 385.

do qual é garantido a todos demandar o Poder Judiciário em caso de lesão ou ameaça de direitos²⁸.

Dessa forma, a LSA cuidou de garantir ao acionista o direito individual de pleitear seus direitos, vedando ao estatuto ou à assembleia geral o seu cerceamento²⁹. Por esse motivo, o acionista poderá, inclusive, reivindicar a reparação de prejuízos diretos causados por atos dos administradores³⁰, podendo ingressar no Poder Judiciário independentemente da busca de resarcimento dos danos à companhia³¹.

Em estudo realizado em 2006 por Viviane Muller Prado e Vinícius Buranelli, cujos dados foram coletados de 1998 até setembro de 2005, foram analisados 50 processos e 92 recursos referentes à proteção ao acionista minoritário no Tribunal de Justiça de São Paulo e os consequentes recursos ao Superior Tribunal de Justiça. Foi possível identificar que, com relação às reclamações societárias, 66% dos casos haviam sido propostos ao referido tribunal por pessoas físicas, seguida por investidores institucionais representando 18% dos casos, pessoas jurídicas com 14% e o Ministério Público nos 2% restantes³².

A pesquisa apresentou que significativa proporção dos processos, cerca de 24%, representam demandas individuais pecuniárias, portanto relacionadas ao direito a dividendo, direito de recesso e reclamação sobre venda indevida de valores mobiliários pelas corretoras. Posteriormente, ações referentes à prestação de contas e informações representam 18% dos casos e aquelas que dizem respeito a demandas envolvendo aumento de capital abrangem 16% da totalidade. Apenas 6% dos casos pesquisados diziam respeito à ação de responsabilidade civil de administradores e controladores.

Em estudos mais recentes, realizados entre 2000 e 2010, cujo objeto de análise foi apenas as companhias abertas, verificou-se que apenas 11 ações indenizatórias foram propostas contra os membros de sua administração. Dentre essas, apenas 5 foram decididas em sede recursal, sendo

²⁸ BRASIL. Congresso Nacional. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília: 05 out. 1988. “Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...) XXXV - a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito; (...).”

²⁹ _____. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976. Brasília: 15 dez. 1976. “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) § 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral. (...).”

³⁰ _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.214.497/RJ, 4ª Turma, rel. Min. João Otávio de Noronha, j. em 23.09.2014.

³¹ _____. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976. Brasília: 15 dez. 1976. “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...) § 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.”

³² A este respeito, vide: PRADO, Viviane Muller; BURANELLI, Vinícius Correa. *Relatório da Pesquisa de Jurisprudência sobre Direito Societário e Mercado de Capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo*. Cadernos Direito GV. v. 2, n. 1, jan. 2006. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2813>>. Acesso em 12 jul. 2017.

julgadas pelos tribunais de justiça das regiões Sul e Sudeste³³.

C – Ação Civil Pública

A Lei nº 7.913/1989 instituiu, no ordenamento jurídico brasileiro, a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Nela, atribuiu-se competência ao Ministério Público, de ofício ou por solicitação da CVM, para adotar medidas judiciais necessárias a fim de se evitar prejuízos ou obter resarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado³⁴.

Há certa divergência na doutrina a respeito da legitimidade do Ministério Público para propositura dessa ação civil pública. Essa controvérsia centra-se ao considerar a disposição constitucional que atribui competência ao órgão para proteção do patrimônio público e social, do meio ambiente e de outros interesses difusos e coletivos, em contrapartida ao direito ao resarcimento do investidor lesado, que se trata de direito eminentemente individual, ainda que homogêneo.

O referido dispositivo legal ainda atribui ao Ministério Público exercer outras funções que lhe forem conferidas, desde que compatíveis com sua finalidade³⁵. Dentre as finalidades do órgão estão a defesa da ordem jurídica, do regime democrático e dos interesses sociais e individuais homogêneos³⁶.

Nesse sentido, sustentava o então ministro do Supremo Tribunal Federal, Teori Albino Zavascki, que a legitimidade do Ministério Público se baseava justamente no dever de defender interesses sociais:

“Nas três citadas hipóteses de legitimação, o legislador ordinário estabeleceu uma linha comum e característica: a atuação do MP objetiva sentença condenatória genérica, mas a liquidação e a execução específica serão promovidas pelo próprio titular do direito individual. Ou seja: os direitos dos substituídos são defendidos sempre globalmente, impessoalmente, coletivamente. Obtido

³³ RODRIGUES, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo da Getúlio Vargas, São Paulo, 2011, p. 66.

³⁴ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 7.913/1989. Brasília: 07 dez. 1989.

³⁵ _____. Congresso Nacional. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília: 05 out. 1988. “Art. 129 – São funções institucionais do Ministério Público: (...) III - promover o inquérito civil e a ação civil pública, para a proteção do patrimônio público e social, do meio ambiente e de outros interesses difusos e coletivos; (...) IX - exercer outras funções que lhe forem conferidas, desde que compatíveis com sua finalidade, sendo-lhe vedada a representação judicial e a consultoria jurídica de entidades públicas..”

³⁶ _____. Congresso Nacional. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília: 05 out. 1988. “Art. 127. O Ministério Público é instituição permanente, essencial à função jurisdicional do Estado, incumbindo-lhe a defesa da ordem jurídica, do regime democrático e dos interesses sociais e individuais indisponíveis.”

o provimento jurisdicional genérico, encerra-se a legitimação extraordinária. Por outro lado, nos três casos, a lesão é especialmente significativa, dado que, pela natureza dos bens atingidos e pela dimensão coletiva alcançada, houve também lesão a valores de especial relevância social, assim reconhecidos pelo próprio constituinte. Com efeito, é a Constituição que estabelece que a defesa dos consumidores é princípio fundamental da atividade econômica (art. 170, V), razão pela qual deve ser promovida, inclusive pelo Estado, em forma obrigatória (art. 5º, XXXII). Não se trata, obviamente, da proteção individual, pessoal, particular, deste ou daquele consumidor lesado, mas da proteção coletiva dos consumidores, considerados em sua dimensão comunitária e impessoal. O mesmo se diga em relação aos poupadore que investem seus recursos no mercado de valores mobiliários ou junto a instituições financeiras. Conquanto suas posições individuais e particulares possam não ter relevância social, o certo é que, quando considerados em sua projeção coletiva, passam a ter relevância ampliada, de resultado maior que a simples soma de posições individuais. É de interesse social a defesa desses direitos individuais, não pelo significado particular de cada um, mas pelo que a lesão deles, globalmente considerada, representa em relação ao adequado funcionamento do sistema financeiro, que é, segundo a própria Constituição, instrumento fundamental para promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade (art. 192). Com isso se conclui que a legitimação do MP, para a defesa de direitos individuais dos consumidores e dos investidores no mercado financeiro, estabelecida nas Leis n. 6.024/74, 7.913/89 e n. 8.078/90, é perfeitamente compatível com a sua incumbência constitucional de defender os interesses sociais, imposta pelo art. 127 da Constituição. Em todos os casos, ressalte-se, a legitimação tem em mira apenas a obtenção de sentença condonatória genérica. A atuação do MP se dá em forma de substituição processual e é pautada pelo trato coletivo e impessoal dos direitos subjetivos lesados. E é nesta dimensão, e somente nela, que a defesa de tais direitos – divisíveis e disponíveis – pode ser promovida pelo MP sem ofensa à Constituição.”³⁷

Dessa forma, a Lei nº 7.913/1989 buscou defender interesses de âmbito social que, não raras vezes, confundem-se com interesses difusos. Por essa razão, o Ministério Público estaria expressamente legitimado, visto ser ele a instituição responsável pela proteção dos interesses sociais, conforme disposições constitucionais.

Logo, não é razoável que a compreensão sobre “interesses difusos e coletivos” seja feita de forma restritiva. A análise da Constituição Federal de 1988 deve se dar de forma ampla, motivo pelo qual a atuação institucional do Ministério Público deve contemplar a defesa de interesses sociais e individuais indisponíveis.

A jurisprudência inclusive já se manifestou no sentido de que o Ministério Público tem legitimidade ativa para ajuizamento de ação civil pública referente a direitos indisponíveis, ainda

³⁷ ZAVASCKI, Teori Albino. *Defesa de direitos coletivos e defesa coletiva de direitos*. Revista de informação legislativa, v. 32, n. 127, jul./set. 1995, p. 94. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/176342>>. Acesso em 12 jul. 2017.

que para tutela de uma única pessoa³⁸, e também para direitos disponíveis com reflexo coletivo³⁹.

O legislador teria, então, por meio da promulgação dessa tutela, buscado proteger o interesse público presente na relação entre o mercado e a sociedade, principalmente ao considerarmos os valores mobiliários que são ofertados publicamente pelas companhias abertas e, consequentemente, resultam na captação de poupança popular⁴⁰.

Vale observar que, ainda que haja a propositura da ação civil pública pelo *parquet*, ficou resguardado pela lei o direito de os investidores lesados ingressarem com medida judicial diretamente no Poder Judiciário, sem prejuízo da ação coletiva⁴¹. Por sua vez, os valores alcançados na ação civil pública deverão ser utilizados para indenização dos próprios investidores lesados, sendo revertido a eles na proporção de seus prejuízos. Para isto, é necessário que cada um dos investidores prejudicados habilite seu crédito no processo⁴².

Contudo, ao fixar de forma imprecisa a indenização na proporção do prejuízo auferido por cada investidor, há certa subjetividade e falta de clareza se a reparação deve ter como referencial a participação societária individual dos acionistas, principalmente pelo fato de que, na maioria dos casos, o prejuízo é da própria companhia, sendo apenas indiretamente dos acionistas. Da mesma forma, não há qualquer normatização a respeito do procedimento a ser adotado caso o Ministério Público de fato venha a propor a referida ação civil pública, definindo apenas a convocação mediante publicação de edital e a necessidade de habilitação dos investidores que, tendo o prazo sido fixado em 2 anos, é possível presumir que a liquidação da sentença será bastante lenta⁴³.

³⁸ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 830.904/MG, 2ª Turma, rel. Min. João Otávio de Noronha, j. em 18.12.2008.

³⁹ _____. Supremo Tribunal Federal. RE nº 472.489/RS, Plenário, rel. Min. Celso de Melo, j. em 28.11.2007.

⁴⁰ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89 – a tutela judicial do mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 80, p. 139. “(...) o legislador admitiu que as relações estabelecidas no mercado de valores mobiliários transcendem os interesses imediatos e diretos dos investidores, das empresas e agentes do mercado.”

⁴¹ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 7.913/1989. Brasília: 07 dez. 1989. “Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter resarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: (...)"

⁴² _____. Congresso Nacional. Lei nº 7.913/1989. Brasília: 07 dez. 1989. “Art. 2º As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo. § 1º As importâncias a que se refere este artigo ficarão depositadas em conta remunerada, à disposição do juízo, até que o investidor, convocado mediante edital, habilite-se ao recebimento da parcela que lhe couber. (...)"

⁴³ OIOLI, Erik Frederico; LEIRIÃO FILHO, José Afonso. *Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a Class Action no Brasil*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário II, adaptado ao Novo CPC – Lei 13.105/2015*. São Paulo: Quatier Latin, 2015, p. 188.

Não havendo habilitação de investidores ou existindo valores residuais pagos a títulos de indenização, esses recursos serão destinados ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos. Por outro lado, se os investidores se identificarem, quando da liquidação da sentença, caberá então a eles provarem o dano individual e o nexo de causalidade entre esse dano e o dano geral sentenciado, bem como a qualificação dos prejuízos.

Alguns autores entendem que essa ação civil pública regulada na Lei nº 7.913/1989 seria a primeira espécie de ação de classe de reparação de danos (*class action for damages*) do ordenamento brasileiro⁴⁴. Contudo, um importante aspecto da ação civil pública que compromete sua efetividade na reparação dos investidores em comparação às *class actions* diz respeito ao estrito rol de legitimados para sua proposição, enquanto que a modalidade norte-americana permite que o próprio investidor exerça o papel de *representative party*.

Há apontamentos também no sentido de que a referida ação se presta a tutelar o mercado de valores mobiliários. Ela estaria buscando a adequada proteção do investidor por meio da criação de uma confiança no mercado de que suas normas estariam sendo cumpridas⁴⁵.

De qualquer forma, ainda que a utilização desse mecanismo pelo Ministério Público seja bastante restrita, há casos bastante relevantes pelo qual houve ajuizamento de ação civil pública em atuação conjunta com a CVM⁴⁶.

D – Ação Coletiva por Associações

Também é possível que haja reparação aos investidores, via tutela judicial, por meio da propositura por associação de investidores de ações coletivas. Referido mecanismo encontra amparo na Lei nº 7.347/1985, ou Lei da Ação Civil Pública, bem como na Lei nº 8.078/1990, ou Código de Defesa do Consumidor.

Para tanto, é necessário que a referida associação esteja constituída há pelo menos um ano e tenha, entre suas finalidades institucionais, a proteção do patrimônio público e social e da

⁴⁴ GRINOVER, Ada Pellegrini. *O processo em evolução*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1998, p. 129.

⁴⁵ GRINOVER, Ada Pellegrini. *A tutela dos investidores no mercado de valores mobiliários: questões processuais*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 35.

⁴⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta – processo nº RJ2007/12231, apr. em 04.03.2008, compr. Vailly S.A.; _____. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta – processo nº RJ2009/0428, apr. em 03.02.2009, compr. José Olavo Mourão Alves Filho; e _____. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta – processo nº RJ2010/0963, apr. em 22.06.2010, compr. Pedro Caldas Pereira.

ordem econômica⁴⁷. Há expressa autorização para que o juiz afaste o critério temporal, desde que haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido⁴⁸, contudo essa dispensa depende do pronunciamento judicial expresso de cada caso⁴⁹.

Ainda que o Código de Defesa do Consumidor preveja expressamente que a sentença que der procedência ao pedido proferida nas ações coletivas produz efeitos *erga omnes*, de forma a beneficiar todas as vítimas em caso de interesses ou direitos individuais homogêneos, assim entendidos os decorrentes de origem comum, há controvérsias na jurisprudência⁵⁰. O Superior Tribunal de Justiça já se manifestou no sentido de restringir os efeitos apenas àqueles associados da propositora da ação ou aos prejudicados que estejam sob jurisdição da

⁴⁷ _____. Congresso Nacional. Lei nº 7.347/1985. Brasília: 24 jul. 1985. “Art. 5º Têm legitimidade para propor a ação principal e a ação cautelar: (...) V - a associação que, concomitantemente: a) esteja constituída há pelo menos 1 (um) ano nos termos da lei civil; b) inclua, entre suas finalidades institucionais, a proteção ao patrimônio público e social, ao meio ambiente, ao consumidor, à ordem econômica, à livre concorrência, aos direitos de grupos raciais, étnicos ou religiosos ou ao patrimônio artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico.”

No mesmo sentido:

_____. Congresso Nacional. Lei nº 8.078/1990. Brasília: 11 set. 1990. “Art. 82. Para os fins do art. 81, parágrafo único, são legitimados concorrentemente: (...) IV - as associações legalmente constituídas há pelo menos um ano e que incluem entre seus fins institucionais a defesa dos interesses e direitos protegidos por este código, dispensada a autorização assemblear.”

⁴⁸ _____. Congresso Nacional. Lei nº 7.347/1985. Brasília: 24 jul. 1985. “Art. 5º Têm legitimidade para propor a ação principal e a ação cautelar: (...) § 4º O requisito da pré-constituição poderá ser dispensado pelo juiz, quando haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido.”

No mesmo sentido:

_____. Congresso Nacional. Lei nº 8.078/1990. Brasília: 11 set. 1990. “Art. 82. Para os fins do art. 81, parágrafo único, são legitimados concorrentemente: (...) § 1º O requisito da pré-constituição pode ser dispensado pelo juiz, nas ações previstas nos arts. 91 e seguintes, quando haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido.”

⁴⁹ _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 140.097/SP, 4ª Turma, rel. Min. Cesar Rocha, j. em 04.05.2000.

⁵⁰ _____. Congresso Nacional. Lei nº 8.078/1990. Brasília: 11 set. 1990. “Art. 103. Nas ações coletivas de que trata este código, a sentença fará coisa julgada: (...) III - *erga omnes*, apenas no caso de procedência do pedido, para beneficiar todas as vítimas e seus sucessores, na hipótese do inciso III do parágrafo único do art. 81. (...) § 3º Os efeitos da coisa julgada de que cuida o art. 16, combinado com o art. 13 da Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985, não prejudicarão as ações de indenização por danos pessoalmente sofridos, propostas individualmente ou na forma prevista neste código, mas, se procedente o pedido, beneficiarão as vítimas e seus sucessores, que poderão proceder à liquidação e à execução, nos termos dos arts. 96 a 99. (...”).

autoridade julgadora⁵¹, tendo esse entendimento sido mantido em decisão do Supremo Tribunal Federal em julgamento do tema de repercussão geral⁵².

Sem entrar no mérito dessas decisões, a litigância coletiva por meio das associações que buscam o resarcimento aos danos individuais homogêneos tem significativo potencial para apresentarem-se como bons mecanismos de compensação de prejuízos. Suas vantagens abrangem, por exemplo, desde a dispensa de adiantamento de custos processuais e demais despesas para ingresso com ações que pleiteiam resarcimento de danos individuais homogêneos até a impossibilidade de condenação da associação em honorários advocatícios e demais despesas processuais caso a demanda não logre êxito⁵³.

Além do mais, ao reunir uma grande quantidade de investidores com um mesmo objetivo, seu maior poder de barganha e capacidade de negociação possibilitam à associação maior expressividade na demanda. Esse cenário será especialmente materializado caso investidores institucionais, como os fundos de investimento e fundos de pensão, venham a aderir à demanda, em razão de sua significativa participação nos investimentos e posição de destaque no mercado, com melhores estruturas para um adequado assessoramento jurídico.

E – Termos de Compromisso

A CVM foi instituída pela Lei nº 6.385/1976, ou Lei do Mercado de Capitais, para ser a agência reguladora responsável por, dentre outras funções, prezar pelo funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, de bolsa e de balcão, proteger os titulares de valores mobiliários e os

51 _____. Superior Tribunal de Justiça. AgRg no AgRg no Ag nº 1.419.534/DF, 2ª Turma, rel. Min. Herman Benjamin, j. em 05.11.2015; _____. Superior Tribunal de Justiça. AgRg no REsp nº 1.528.900/CE, 2ª Turma, rel. Min. Mauro Campell Marques, j. em 03.09.2015; e _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.170.855/RS, 4ª Turma, rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. em 18.08.2015.

52 _____. Supremo Tribunal Federal. RE nº 612.043/PR, Plenário, rel. Min. Marco Aurélio, j. em 10.05.2017, a saber: “A eficácia subjetiva da coisa julgada formada a partir de ação coletiva, de rito ordinário, ajuizada por associação civil na defesa de interesses dos associados, somente alcança os filiados, residentes no âmbito da jurisdição do órgão julgador, que o fossem em momento anterior ou até a data da propositura da demanda, constantes da relação jurídica juntada à inicial do processo de conhecimento.”

53 _____. Congresso Nacional. Lei nº 7.347/1985. Brasília: 24 jul. 1985. “Art. 18. Nas ações de que trata esta lei, não haverá adiantamento de custas, emolumentos, honorários periciais e quaisquer outras despesas, nem condenação da associação autora, salvo comprovada má-fé, em honorários de advogado, custas e despesas processuais.”

No mesmo sentido:

_____. Congresso Nacional. Lei nº 8.078/1990. Brasília: 11 set. 1990. “Art. 87. Nas ações coletivas de que trata este código não haverá adiantamento de custas, emolumentos, honorários periciais e quaisquer outras despesas, nem condenação da associação autora, salvo comprovada má-fé, em honorários de advogados, custas e despesas processuais.”

investidores do mercado, bem como evitar e coibir modalidades de fraudes⁵⁴. Sua atuação abrange, portanto, as relações existentes entre os valores mobiliários, as instituições e agentes integrantes do seu sistema de distribuição e os atos que caracterizam sua oferta pública.

Logo, comparativamente aos demais agentes reguladores do mercado de capitais em outros países, que habitualmente limitam sua atuação basicamente na definição das obrigações informacionais dos emissores de valores mobiliários e na regulamentação e acompanhamento do mercado, a CVM tem competências ampliadas⁵⁵.

Nesse sentido, à autarquia cabe as competências de editar normas, monitorar, fiscalizar e punir⁵⁶. As investigações a respeito das práticas de ilícito, quando comprovados, culminam em procedimento administrativo sancionador. Contudo, quaisquer recursos provenientes do exercício punitivo tendem apenas a sancionar os agentes delituosos, sem qualquer caráter de resarcimento de prejuízos aos investidores e ao mercado.

Os valores auferidos da punição são destinados ao Tesouro Nacional, não sendo sequer

⁵⁴ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.385/1976. Brasília: 07 dez. 1976. “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

⁵⁵ YAZBEK, Otávio. *Reflexões sobre a Atividade Sancionadora da CVM em Caso de Descumprimento de Regras de Direito Societário*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário II, adaptado ao Novo CPC – Lei 13.105/2015*. São Paulo: Quatier Latin, 2015, p. 607.

⁵⁶ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.385/1976. Brasília: 07 dez. 1976. “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (...); “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; (...) III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;”; e “Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (...) V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.”

rateados na melhoria da atividade reguladora da CVM. Por esse motivo, as sanções não representam qualquer benefício aos participantes do mercado, senão por mera satisfação pessoal de ver o praticante do ilícito condenado, mas apenas ao próprio governo federal, sendo esta destinação bastante criticável.

Contudo, desde a Lei 9.457/1997, que alterou a Lei do Mercado de Capitais, a CVM passou a deter competência para celebração de termos de compromisso, pelo qual será suspenso o procedimento administrativo sancionador em contrapartida ao agente investigado cessar a conduta tida como delituosa e reparar as irregularidades⁵⁷.

Nesses instrumentos, caso seja identificado investidores prejudicados, a autarquia tem a discricionariedade de destinar valores aos lesados como forma de indenização frente ao termo de compromisso celebrado⁵⁸.

Logo, há evidente caráter de resarcimento aos investidores nos termos de compromisso celebrados pela CVM, embora aqueles efetivamente prejudicados não tenham qualquer interferência nas suas negociações⁵⁹. A sua propositura é por iniciativa do investigado e a decisão de celebrá-lo

57 _____. Congresso Nacional. Lei nº 6.385/1976. Brasília: 07 dez. 1976. “§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o processo administrativo instaurado para a apuração de infração prevista neste Capítulo ou nas demais normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso, no qual se obrigue a: I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. § 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada. § 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial. § 8º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis. § 9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.”

58 _____. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação CVM nº 390. Rio de Janeiro: 08 maio 2001. “Art. 10. Na hipótese de existência de danos a investidores, a CVM poderá, a seu critério, notificá-los, para que forneçam maiores informações no que disser respeito à quantificação do valor que poderá vir a ser-lhes pago, a título de reparação, no bojo da celebração de termo de compromisso a ser celebrado com o pretenso causador do dano. (...) § 2º A manifestação do investidor lesado será levada em consideração pelo Colegiado da CVM na apreciação da proposta de celebração de compromisso.”

59 _____. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação CVM nº 390. Rio de Janeiro: 08 maio 2001. “Art. 10. Na hipótese de existência de danos a investidores, a CVM poderá, a seu critério, notificá-los, para que forneçam maiores informações no que disser respeito à quantificação do valor que poderá vir a ser-lhes pago, a título de reparação, no bojo da celebração de termo de compromisso a ser celebrado com o pretenso causador do dano. (...) § 1º A participação do investidor lesado, nos termos do artigo antecedente, não lhe confere a condição de parte no processo administrativo, e deverá limitar-se à prestação de informações relativas à extensão dos danos que tiver suportado e ao valor da reparação.”

é de exclusivo critério da autarquia, de acordo com o interesse público envolvido⁶⁰.

Caso não seja possível identificar a quantidade precisa ou a identidade dos investidores lesados, a autarquia poderá, juntamente com o investigado e as suas expensas, veicular editais convocando esses investidores para sua identificação e quantificação da indenização devida⁶¹.

Desde 1998 até 2013, a CVM celebrou 430 termos de compromisso, sendo que apenas em 30 deles havia destinação de valores a título de indenização por prejuízos a terceiros. As matérias abrangidas nesses termos dizem respeito a fundos de investimento, questões societárias, operações em mercado secundário e auditoria. Por meio desses termos de compromisso, administradores de fundos, companhias, acionistas, administradores, corretoras e auditorias pagaram a certos agentes determinados valores a título de indenização⁶².

III – Conclusões

É natural que a primeira instituição que se imagine, quando se aborda a necessidade de responsabilização civil dos agentes do mercado de capitais brasileiro na reparação dos danos causados aos seus investidores, seja o Poder Judiciário. Contudo, ele é inclusive apontado como um dos empecilhos ao desenvolvimento do mercado de capitais no país em razão da falta de atividade jurisdicional para proteção dos investidores⁶³.

Dentre outras, suas principais deficiências que contribuem para esta impressão estão relacionadas a: (i) morosidade; (ii) insuficiência de recursos humanos e materiais; (iii) má qualidade do direito processual e da aplicação de princípios jurídicos (excesso de garantias processuais); (iv) má relação entre os Poderes Executivo, Legislativo e Judiciário; (v) excesso de litigância, especialmente pelo próprio Estado; (vi) percepção de que os magistrados não são rígidos o suficiente para evitar as técnicas protelatórias dos advogados; e (vii) demais

⁶⁰ _____. Congresso Nacional. Lei nº 6.385/1976. Brasília: 07 dez. 1976. “§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o processo administrativo instaurado para a apuração de infração prevista neste Capítulo ou nas demais normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso, no qual se obrigue a: (...)"

⁶¹ _____. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação CVM nº 390. Rio de Janeiro: 08 maio 2001. “Art. 11. Havendo investidores prejudicados em número indeterminado e de identidade desconhecida, a CVM poderá, em comum acordo com o proponente e às suas expensas, fazer publicar editais convocando tais investidores para o fim de sua identificação e quantificação dos valores individuais a lhes serem pagos a título de indenização.”

⁶² PRADO, Viviane Muller. *Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores*. Working Paper. Set. 2016. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores>. Acesso em 12 jul. 2017.

⁶³ SANTANA, Maria Helena. *O novo Mercado*. The World Bank Group, 2008, p. 14.

problemas na gestão administrativa do Poder Judiciário⁶⁴.

Nesse sentido, o Poder Judiciário não representa um bom subterfúgio para possíveis investidores que tenham sofrido prejuízos por ilícitos praticados por companhias, administradores, acionistas ou demais agentes do mercado de capitais. Por esse motivo, a instituição não é habitualmente demandada por parte de investidores, seja via ações individuais ou coletivas.

Um dos aspectos negativos que contribui para que ele não seja constantemente acionado está vinculado aos custos do processo e aos honorários de advogados. Em razão do princípio da causalidade, aquele que pleitear a ação será o responsável por arcar com os custos iniciais e adiantar as despesas do processo, motivo pelo qual as incertezas a respeito da existência do direito, principalmente pela inexistência de bons precedentes, e eventualmente o risco de, adicionalmente aos custos processuais, o investidor prejudicado também vir a ser responsabilizado pelos honorários advocatícios da outra parte, contribuem para a ausência de litigância objetivando reparações no mercado de capitais.

Além desses custos, o ônus da prova cabe exclusivamente ao autor da ação, o que representa significativo entrave ao investidor, em razão da complexidade de se comprovar a culpa e o dano sofrido. A responsabilidade civil só é possível quando há a demonstração da prática de ato ilícito, do dano, do nexo de causalidade entre ilícito e dano e da culpa⁶⁵.

A doutrina é enfática quanto à complexidade de se reunir e comprovar cada um desses elementos⁶⁶. Agrava a situação as peculiaridades do mercado de capitais e sua regulação própria, que dificultam ainda mais a responsabilização.

Há de se observar ainda a lentidão para obtenção da decisão final do judiciário, bem como dos incontáveis recursos que podem ser interpostos ao longo do julgamento. Por fim, os magistrados, em sua maioria, carecem de especialização e, na maior parte das vezes, as decisões não contemplam a indenização aos investidores lesados.

A ação civil pública, por sua vez, apresenta boa capacidade para se tornar um importante instrumento de resarcimento dos investidores. Contudo, o Ministério Público tem extensas atribuições, razão pela qual sua atuação na proteção dos investidores é bastante pontual, especialmente porque há métodos possíveis para que os investidores possam buscar diretamente a indenização de seus prejuízos sem que se transfira à estrutura estatal seus custos.

⁶⁴ A este respeito: MARANHÃO, Juliano Souza de Albuquerque *et al.* (Coord.). *Direito regulatório e concorrencial no Poder Judiciário*. São Paulo: Singular, 2014.

⁶⁵ BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 10.406/2002. Brasília: 10 jan. 2002. “Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.” e “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.”

⁶⁶ Vide: SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil. Da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

Além do mais, o histórico da ação civil pública tem demonstrado que ela não cumpre o propósito de compensação dos acionistas prejudicados, visto que, via de regra, os valores pagos são destinados ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos, e não aos investidores diretamente prejudicados. Desta forma, a condenação nesse caso tem um viés mais dissuasório e punitivo do que propriamente reparatório.

O termo de compromisso aparenta ser um mecanismo eficiente para reparações de danos, principalmente por ser rápido e eficaz. Atua tanto no sentido de proteção aos investidores quanto na inibição de comportamentos não virtuosos.

Diante da incapacidade de o Poder Judiciário conseguir ressarcir os investidores prejudicados via compensação, a celebração de termos de compromisso pela CVM pode trazer maior credibilidade ao mercado de capitais, reduzindo a percepção de impunidade dos agentes infratores por meio da obrigação desses de compensarem os prejuízos decorrentes da sua prática de atos ilícitos.

Entretanto, para fins de ressarcimento, os termos de compromisso ainda são adotados de maneira bastante tímida pela CVM quando relacionados à lesão aos investidores, principalmente pelo desafio na determinação do valor do dano objeto de ressarcimento, sendo mais utilizados quando as questões estão relacionadas a ressarcimento em mecanismos coletivos de investimento.

Essa modalidade difere ainda da intervenção do Poder Judiciário propriamente dito, visto que o principal interessado, aquele que foi prejudicado, não participa nem intervém na negociação das disposições dos termos de compromisso.

Apesar de seu orçamento estar cada vez mais contingenciado e não ser compatível com sua proposta institucional de atuação⁶⁷, o método que tem se demonstrado mais eficiente na reparação de prejuízo aos investidores perpassa pela ampliação pela CVM da celebração de termos de compromisso com os participantes do mercado sob sua jurisdição.

Esse ponto é especialmente importante tendo como referência que, na maioria dos casos, é a própria autarquia, de forma espontânea e autônoma, a responsável por iniciar a investigação dos agentes do mercado que culminam em processos administrativos sancionadores, e não via denúncias ou provocações.

O referido cenário se confirma principalmente tendo como referência a atual edição da Medida Provisória nº 784/2017, que aprimorou o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da CVM⁶⁸. Dentre outros propósitos, a medida objetivou garantir maior efetividade dos processos administrativos sancionadores conduzidos pela CVM, ampliando as alternativas de sanções e instrumentos regulatórios em razão dos diversos tipos de irregularidades, de maneira mais adequada e proporcional.

⁶⁷ EXAME. *Sem concurso, CVM pode ter apagão de pessoal em 2018*. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/sem-concurso-cvm-pode-ter-apagao-de-pessoal-em-2018/>>. Acesso em 12 jul. 2017.

⁶⁸ BRASIL. Presidência da República. Medida Provisória nº 784/2017. Brasília: 07 jun. 2017.

Há agora, portanto, melhores condições para que a CVM obtenha resultados mais céleres e efetivos em suas ações de supervisão, fortalecendo o seu papel de dissuadir a prática de infrações. Soma-se a esses fatores a possibilidade de celebração de acordos de leniência entre a agência reguladora e as pessoas físicas ou jurídicas, envolvidas em processos administrativos, que confessarem a infração à regulamentação vigente cujo cumprimento caiba à CVM fiscalizar.

Por fim, os limites das penas pecuniárias previstas na Lei nº 6.385/76, corrigidos pela última vez em 1997, também foram atualizados. Outro importante avanço proporcionado pela referida Medida Provisória diz respeito à instituição do Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários, que será administrado pela autarquia e constituído por recursos recolhidos pela CVM, em decorrência da celebração de termos de compromisso, que tem como objetivo promover o desenvolvimento do mercado mobiliário e a inclusão financeira, por meio de projetos da autarquia.

Dessa forma, o cenário tem se mostrado favorável à atuação da CVM em favor dos participantes do mercado, sendo ela uma significativa esperança aos investidores prejudicados, apesar de a compensação de seus prejuízos ainda representar um relevante desafio. Neste aspecto, o ordenamento jurídico dos Estados Unidos da América conta com o *Federal Account for Investor Restitution*, ou *Fair Fund*, introduzido em 2002, nos termos da seção 308 (a) da *Sarbanes-Oxley Act*⁶⁹.

A proposta do referido fundo é beneficiar aqueles investidores que perderam dinheiro por causa de atividades ilegais ou antiéticas de indivíduos ou companhias que violaram a legislação de valores mobiliários. Essencialmente, esta disposição permite que a *Securities and Exchange Commission*, agência reguladora do mercado de capitais estadunidense, aplique penalidades pecuniárias aos infratores a fim de ver resarcido os prejuízos aos investidores lesados, atingindo o objetivo dissuasório concomitantemente ao reparatório, bem como encorajando os investidores a continuarem a depositar sua confiança nos mercados de ações dos Estados Unidos da América.

Ainda em atenção ao Direito Comparado, um mecanismo adotado pela Inglaterra e pela Alemanha, a fim de superar os empecilhos dos investidores de acessarem o Poder Judiciário, foi garantir que os tribunais tenham competência, observados determinados critérios, de atribuir os custos do processo à própria companhia⁷⁰.

Da mesma forma, nos Estados Unidos da América, na Itália e também na Alemanha, há atribuição de legitimidade ativa extraordinária e concorrente a outros órgãos da administração da companhia, como o Conselho de Administração enquanto órgão de supervisão e fiscalização. É vedando a esse, contudo, a atuação contrária à eventual deliberação da assembleia geral, a fim de evitar a delegação aos acionistas de custos que deliberadamente tenham decidido não incorrer⁷¹.

⁶⁹ HOUSE OF REPRESENTATIVES. *Sarbanes-Oxley Act*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>. Acesso em 12 jul. 2017.

⁷⁰ Neste sentido: PETTET, Ben. *Company Law*. 2 ed. Harlow: Pearson Longman, 2005.

⁷¹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 169.

O legislador estadunidense também optou por não exigir quantidade mínima de participação societária na propositura da ação social *ut singuli* em face dos administradores, especificamente vislumbrando as possíveis dificuldades de formação de blocos minoritários em companhias com a presença de controladores⁷².

Não basta que a lei estabeleça procedimentos legais para responsabilização dos administradores sem que eles sejam de fato possíveis e efetivos. Para tanto, é necessário que a doutrina e a jurisprudência atuem para que essas alternativas sejam viáveis aos acionistas prejudicados. Se não for esse o caso, ainda que diante de graves situações de abuso dos administradores, os investidores não buscarão, após análise racional dos precedentes, demandar a responsabilidade dos transgressores para sua indenização.

Portanto, apenas diante de sistemas efetivos de responsabilização por ilícitos praticados no âmbito do mercado de capitais é que se poderá contribuir para a redução da possibilidade de ocorrência de abusos, garantindo uma melhor congregação de recursos e esforços. Garantir que os investidores possam exigir o ressarcimento de seus danos, resultados da prática de ilícitos pelos administradores das companhias abertas, assegura maior credibilidade e desenvolvimento do mercado, caso contrário, a perda de sua atratividade para novos investimentos é o único horizonte possível.

⁷² COX, James D.; THOMAS, Randall S. *Common Challenges Facing Shareholders Suits in Europe and the United States*. European Company and Financial Law Review, 2009, p. 348-357, p. 353.

IV – Referências Bibliográficas

- B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. *Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS*. Disponível em: <<http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=9512&idioma=pt-br>>. Acesso em 25 jan. 2018.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação CVM nº 390. Rio de Janeiro: 08 maio 2001.
- _____. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta – processo nº RJ2009/0428, apr. em 03.02.2009, compr. José Olavo Mourão Alves Filho.
- _____. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta – processo nº RJ2010/0963, apr. em 22.06.2010, compr. Pedro Caldas Pereira.
- _____. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta – processo nº RJ2007/12231, apr. em 04.03.2008, compr. Vailly S.A..
- _____. Congresso Nacional. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília: 05 out. 1988.
- _____. Congresso Nacional. Lei nº 10.406/2002. Brasília: 10 jan. 2002.
- _____. Congresso Nacional. Lei nº 6.385/1976. Brasília: 07 dez. 1976.
- _____. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976. Brasília: 15 dez. 1976.
- _____. Congresso Nacional. Lei nº 7.347/1985. Brasília: 24 jul. 1985.
- _____. Congresso Nacional. Lei nº 7.913/1989. Brasília: 07 dez. 1989.
- _____. Congresso Nacional. Lei nº 8.078/1990. Brasília: 11 set. 1990.
- _____. Presidência da República. Medida Provisória nº 784/2017. Brasília: 07 jun. 2017.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. AgRg no Ag nº 640.050/RS, 4ª Turma, rel: Min. Luis Felipe Salomão, j. em: 19.05.2009.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. AgRg no Ag nº 950.104, 3ª Turma, rel: Min. Massami Uyeda, j. em: 19.03.2009.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. AgRg no AgRg no Ag nº 1.419.534/DF, 2ª Turma, rel. Min. Herman Benjamin, j. em 05.11.2015.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. AgRg no REsp nº 1.528.900/CE, 2ª Turma, rel. Min. Mauro Campell Marques, j. em 03.09.2015.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.170.855/RS, 4ª Turma, rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. em 18.08.2015.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.214.497/RJ, 4ª Turma, rel. Min. João Otávio de Noronha, j. em 23.09.2014.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 1.313.725/SP, 3ª Turma, rel: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em: 26.06.2012.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 140.097/SP, 4ª Turma, rel. Min. Cesar Rocha, j. em 04.05.2000.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 745.739/RJ, da 3ª Turma, rel. Min. Massami Uyeda, j. em 28.08.2012.
- _____. Superior Tribunal de Justiça. REsp nº 830.904/MG, 2ª Turma, rel. Min. João Otávio de Noronha, j. em 18.12.2008.
- _____. Supremo Tribunal Federal. RE nº 472.489/RS, Plenário, rel. Min. Celso de Melo, j. em 28.11.2007.
- _____. Supremo Tribunal Federal. RE nº 612.043/PR, Plenário, rel. Min. Marco Aurélio, j. em 10.05.2017
- BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. *Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador Movido por Acionista Titular de Menos de 5% do Capital Social (art. 246, § 1º, "b" da Lei 6.404/76)*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário II, adaptado ao Novo CPC – Lei 13.105/2015*. São Paulo: Quatier Latin, 2015.

COX, James D.; THOMAS, Randall S. *Common Challenges Facing Shareholders Suits in Europe and the United States*. European Company and Financial Law Review, 2009.

EL PAÍS. *JBS supera Odebrecht e vai pagar maior multa da história por corrupção*. Disponível em: <https://brasil.elpais.com/brasil/2017/05/31/politica/1496247279_854999.html>. Acesso em 12 jul. 2017.

EXAME.COM. *Odebrecht pagará US\$ 2,6 bi em acordo com justiça dos EUA*. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/odebrecht-pagara-us-26-bi-a-brasil-suica-e-eua-decide-juiz/>>. Acesso em 12 jul. 2017.

_____. *Sem concurso, CVM pode ter apagão de pessoal em 2018*. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/semp-concurso-cvm-pode-ter-apagao-de-pessoal-em-2018/>>. Acesso em 12 jul. 2017.

G1. *Grupo Odebrecht atrasa publicação do balanço de 2016*. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/grupo-odebrecht-atrasa-publicacao-do-balanco-de-2016.ghtml>>. Acesso em 12 jul. 2017.

GIUDICI, Paolo. *Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions*. European Company and Financial Law Review. n. 2-3, 2009.

GRINOVER, Ada Pellegrini. *O processo em evolução*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1998.

_____. *A tutela dos investidores no mercado de valores mobiliários: questões processuais*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

HOUSE OF REPRESENTATIVES. *Sarbanes-Oxley Act*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>. Acesso em 12 jul. 2017.

LATELLA, Dario. *Shareholder Derivative Suits: A comparative analysis and the implications of the european shareholder's rights directive*. European Company and Financial Law Review. v. 6, 2009.

MARANHÃO, Juliano Souza de Albuquerque et al. (Coord.). *Direito regulatório e concorrencial no Poder Judiciário*. São Paulo: Singular, 2014.

ODEBRECHT S.A.. *Relatório Anual 2015/2016*. Disponível em: <http://www.odebrecht.com/sites/default/files/ra_odebrecht_2016.pdf>. Acesso em 12 jul. 2017.

_____. *Relatório Anual 2016/2017*. Disponível em: <https://www.odebrecht.com/sites/default/files/relatorio_anual_2017.pdf>. Acesso em 13 fev. 2018.

OIOLI, Erik Frederico; LEIRIÃO FILHO, José Afonso. *Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a Class Action no Brasil*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário II, adaptado ao Novo CPC – Lei 13.105/2015*. São Paulo: Quatier Latin, 2015.

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. – PETROBRAS. *Divulgamos nossas demonstrações contábeis auditadas*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgamos-nossas-demonstracoes-contabeis-auditadas.htm>>. Acesso em 12 jul. 2017.

_____. *Divulgação de resultados do exercício de 2015*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/divulgação-de-resultados-do-exercício-de-2015.htm>>. Acesso em 12 jul. 2017.

_____. *Confira nosso resultado financeiro de 2016*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/confira-o-nossoresultado-financeiro-de-2016.htm>>. Acesso em 12 jul. 2017.

PETTET, Ben. *Company Law*. 2 ed. Harlow: Pearson Longman, 2005.

PRADO, Viviane Muller. *Não custa nada mentir: desafios para o resarcimento de investidores*. Working Paper. Set. 2016. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/308722569_NAO_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_resarcimento_de_investidores>. Acesso em 12 jul. 2017.

PRADO, Viviane Muller; BURANELLI, Vinícius Correa. *Relatório da Pesquisa de Jurisprudência sobre Direito Societário e Mercado de Capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo*. Cadernos Direito GV. v. 2, n. 1, jan. 2006. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2813>>. Acesso em 12 jul. 2017.

PROENÇA, José Marcelo Martins; BARBOSA JR, Alberto. *Notas sobre a Revisão Judicial dos Atos de Gestão em Sociedades Anônimas: os tribunais judiciais podem aprender com a CVM?*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário II, adaptado ao Novo CPC – Lei 13.105/2015*. São Paulo: Quatier Latin, 2015.

REISBERG, Arad. *Theoretical Reflections on Derivative Actions in English Law: The Representative Problem*. European Company and Financial Law Review. v. 3, 2006.

RODRIGUES, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo da Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

SANTANA, Maria Helena. *O novo Mercado*. The World Bank Group, 2008.

SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil*. Da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A Lei 7.913, de 7.12.89 – a tutela judicial do mercado de valores mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 80.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997.

VALOR ECONÔMICO. *Odebrecht fecha acordo de leniência e pagará multa de R\$ 6,7 bilhões*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/4793607/odebrecht-fecha-acordo-de-leniencia-e-pagara-multa-de-r-67-bilhoes>>. Acesso em 12 jul. 2017.

YAZBEK, Otávio. *Reflexões sobre a Atividade Sancionadora da CVM em Caso de Descumprimento de Regras de Direito Societário*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário II, adaptado ao Novo CPC – Lei 13.105/2015*. São Paulo: Quatier Latin, 2015.

ZAVASCKI, Teori Albino. *Defesa de direitos coletivos e defesa coletiva de direitos*. Revista de informação legislativa, v. 32, n. 127, jul./set. 1995. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/176342>>. Acesso em 12 jul. 2017.

II – RESPONSABILIDADE DO COTISTA PARTICIPANTE DE COMITÊ DE INVESTIMENTO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Autor: Fernando Augusto Silva Leite,

*Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais,
Especialista em Gestão Financeira pelo Centro Universitário Claretiano, Analista de
Investimentos Estratégicos da Caixa de Previdência dos
Funcionários do Banco do Brasil – PREVI.*

RESUMO:

Fundos de Investimento são caracterizados pela comunhão de recursos destinados a aplicação em Títulos ou Valores Mobiliários e tem importante função no mercado financeiro.

Fundos de Investimento em Participações (FIP) são fundos destinados, principalmente, ao investimento em sociedades empresariais não negociadas em bolsas de valores.

O investimento em FIP tem como principal característica o horizonte de longo prazo e alto risco inerente às operações desta natureza, possibilitando retornos expressivos no longo prazo, sendo o principal elemento de geração de valor a atuação do gestor do FIP nas companhias investidas.

A possibilidade de diversificação dos setores alvo de aplicação e de ganhos atrelados à estratégia de longo prazo tornam o FIP atrativo para os investidores institucionais.

Este artigo analisa a discussão da responsabilidade dos investidores participantes de Comitê de Investimento em FIP.

1. FUNDOS DE INVESTIMENTO

Fundos de investimento são estruturas caracterizadas pela comunhão de recursos destinados à aplicação em determinados Títulos ou Valores Mobiliários. As figuras típicas presentes em um fundo de investimento, além dos investidores, denominados cotistas, são o administrador, que tem por função típica a representação do fundo e o gestor, que atua selecionando os ativos e determinando a composição da carteira de investimentos do fundo.

A justificativa para a adoção da estrutura de fundos para a realização de investimentos, conforme destacou SATIRO (2015)¹ sustenta-se sobre os pilares da segregação do patrimônio para a estabilização do investimento, a administração/gestão profissional e mediante repartição de riscos e o regime fiscal de *pass through*, este último entendido pelo mecanismo de tributação em que, diferente de uma sociedade ordinária, na qual há administração em ciclos anuais de lucros e prejuízos para efeito de incidência tributária, no fundo, a incidência de imposto de renda recai sobre os cotistas e no momento da movimentação (alienação/resgate de cotas).

Do ponto de vista do investidor, a aplicação de recursos mediante fundos de investimento permite diversificar a exposição a risco de mercado, risco de crédito e risco de liquidez. Desta forma, conforme apontou FILGUEIRA (2014)², os fundos de investimento se tornaram importantes detentores do estoque das dívidas pública e privada, bem como agentes relevantes no mercado acionário. Os fundos de investimento ainda permitem ao pequeno investidor acessar mercado aos quais de forma individual este não alcançaria, neste sentido também argumentou FILGUEIRA (2014) que ao reunir recursos de diferentes investidores, os fundos de investimento contribuem não apenas para a inclusão, mas também para o funcionamento eficiente dos mercados.

A representatividade do volume de recursos investidos mediante aporte em fundos de investimento é tal que, conforme relatório da ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capital, ao final de maio/2018, o patrimônio líquido total de recursos foi de R\$ 4,34 trilhões³.

No ordenamento jurídico brasileiro, desde o advento da Lei 4.728/65, os fundos de investimento têm natureza jurídica de condomínio, no entanto, a doutrina não é consolidada neste sentido.

¹ SATIRO, Francisco. Construção Judicial sobre Ativos de Fundos de Investimento em Participações in TEIXEIRA, Tarcísio (org), Direito Empresarial – estudos em homenagem ao professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, IASP, São Paulo, 2015, páginas 561-596

² FILGUEIRA, Antônio. A indústria de fundos de investimento brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais. 2014. Série Texto para discussão, disponível em <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estudos/fundos-de-investimento/textos-para-discussao-fundos-de-investimento/textos-para-discussao-fundos-de-investimento.htm>, acesso em 20.06.2018

³ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Consolidado Mensal de Fundos de Investimento, disponível em <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-mensal.htm>, acesso em 29.06.2018

A discussão ocorre principalmente porque, enquanto o condomínio é caracterizado pela copropriedade de um bem, da qual decorre o direito real do condômino, que, por consequência dispõe do uso e gozo da coisa, o fundo de investimento gera apenas o direito sobre a respectiva cota, que representa uma fração ideal daquele patrimônio e assume natureza de bem móvel e incorpóreo, de titularidade exclusiva do cotista.

Neste sentido, argumentou SOUTO (2016)⁴ que os cotistas sequer têm direito à administração dos ativos que compõe a carteira do fundo, já que essa função fica a cargo do administrador profissional, único habilitado a contrair dívidas em nome do fundo.

Sob a ótica da concentração de recursos para investimento comum, os fundos de investimento se aproximam da natureza jurídica de sociedade. No entanto, a estrutura do fundo não admite relação contratual entre os cotistas, sendo, entre estes, presumida a ausência de relação interpessoal subjetiva. De fato, o fundo de investimento não possui personalidade jurídica, visto que esta decorre de expressa disposição em Lei e de cumprimento de formalidades nela previstas, em linha com o disposto nos artigos de 41 a 45 do Código Civil, entretanto, os fundos possuem deveres e obrigações perante terceiros.

Portanto, como apontou SATIRO (2015), os fundos de investimento, dada as peculiaridades, constituem um *tertium genus*⁵, que embora transite entre o conceito de sociedade ou condomínio, não pode ser idealmente equiparado a nenhum dos dois.

2. PRIVATE EQUITY E FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Fundos de investimentos em *private equity* tem como principal objetivo rentabilizar patrimônio mediante o investimento em aquisições e consequente alienações de participações em companhias fechadas. Por natureza, trata-se de investimento de alto risco, portanto sujeito a elevada variação do capital investido.

Essa forma de investimento se popularizou nos Estados Unidos na década de 2000, principalmente em decorrência dos retornos elevados apresentados por investimentos desta categoria no final dos anos 1990.

O ganho de valor auferido na aplicação em *private equity* decorre principalmente na capacidade do gestor de prospectar bons investimento e interferir na gestão e estruturação da companhia

⁴ SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins, Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, Brasília

⁵ Expressão em latim equivalente a “terceiro tipo”, utilizada para designar elemento que não se aplica às classificações adotadas

investida, aproveitando sua expertise em gerencial, financeira, negocial e operacional para realizar o potencial do negócio. O gestor, portanto, tem protagonismo nos fundos de *private equity*, sendo o resultado apresentado decorrente da sua atuação.

Assim, o ganho observado no investimento é equivalente à diferença entre o valor de aquisição das participações e o valor de alienação destas. Portanto, os investimentos realizados pelos fundos de *private equity* são ilíquidos e visam o longo prazo, motivo pelo qual o crescimento vertiginoso verificado na indústria, seja no exterior ou no Brasil, se deu, sobretudo, em virtude da entrada de investidores com volumes expressivos de capitais, como fundos de pensão e fundações universitárias.

No mercado brasileiro, o *private equity* assume funções importantes para o sistema de capitais, principalmente porque: (i) o número de companhias e setores de atuação disponíveis para investimento na bolsa de valores é restrito, (ii) o acesso a crédito por companhias de menor porte é difícil e (iii) a complexidade do sistema tributário e o alto custo de capital são barreiras para o crescimento das companhias. O investimento em *private equity*, portanto, permite ao investidor brasileiro diversificar seus riscos de concentração, ao mesmo tempo em que estimula a concorrência no mercado, além de potencialmente permitir um ambiente mais próspero ao desenvolvimento e crescimento de novos negócios, contribuindo para o dinamismo do fluxo de capitais para a economia real.

O investimento em *private equity* no Brasil ocorre por meio do Fundo de Investimento em Participações (FIP), introduzido na Instrução CVM 391/2003 e atualmente regido pelas instruções CVM 578/2016 e 579/2016. Além das normas específicas. O FIP é, portanto, definido por “uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.”⁶

Portanto, o Fundo de Investimento em Participações pode capitalizar ou não a companhia investida (*cash in* – injetando recursos na companhia ou *cash out* – adquirindo a participação de algum sócio), entretanto, deverá sempre ter influência em termos de gestão. Neste sentido, destacou SATIRO (2015) que este aspecto diferencia o FIP de um Fundos de Investimento em ações (FIA), dado que enquanto o gestor de FIA visa constituir um portfólio e comprar ou vender ações buscando satisfazer as necessidades de sua carteira com base na variação dos papéis em mercado, o gestor de FIP visam agregar valor à companhia investida, com base em um ciclo de longo prazo que passa por investimento, aprimoramento e valorização da companhia e desinvestimento.

O papel do gestor necessariamente inclui participar, em algum nível, das decisões no âmbito da companhia investida, acumulando este, portanto, as funções de selecionar / alienar os ativos

⁶ Artigo 5º da Instrução CVM 578

do fundo, típicas de gestor de qualquer classe fundo de investimento e as funções de gestão nas companhias investidas, típicas de um sócio com poder decisório. Assim, dada a especificidade do exercício da função de gestor de FIP, ao contrário do que ocorre em outras classes de fundos de investimento, é incomum que o gestor e o administrador sejam a mesma entidade.

A participação de um investidor de FIP se dá em 2 momentos. Inicialmente este subscreve determinado valor patrimonial, o qual somado ao subscrito por todos os cotistas passa a compor o capital comprometido do Fundo. A efetiva integralização das cotas para investimento nas companhias ocorre mediante chamada de capital efetuada pelo administrador, após aprovação do gestor para determinada aquisição, cumprindo as exigências do regulamento do fundo, que é o instrumento do mandato do gestor para decidir sobre a alocação de recursos do FIP

A análise sobre a responsabilidade no Fundo de Investimento em Participações, portanto, além de incluir a discussão sobre a natureza jurídica do fundo de investimento, abordada no capítulo 2 deste artigo, torna-se mais complexa ao considerar que o administrador do FIP é quem pode exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores constantes da carteira de um FIP, como direito de ação e direito de voto nas assembleias das companhias investidas. De forma geral o usual é a delegação dos poderes de representação nas investidas para o gestor do FIP, que é que detém a expertise da gestão nas companhias.

Ainda assim, considerando a argumentação de que no fundo de investimento o cotista detém apenas o direito referente a uma fração do patrimônio do fundo, não deveria prosperar qualquer imputação de responsabilidade ao cotista que extrapolasse a sua fração, representada pelo número de cotas, respondendo o gestor, administrador ou qualquer outro prestador do fundo pelo cumprimento estrito do que lhe está mandatado, de acordo com as regras estabelecidas no regulamento do FIP.

Esse entendimento é o que sustenta a alocação em Fundos de Investimento em Participações. Isto porque, ao desenvolver uma carteira diversa de investimentos que se dedique ao longo prazo, o investidor irá determinar qual exposição adotará para esta classe de investimentos que se caracteriza pelo alto risco e potencial de retorno, considerando que a alocação é compatível com o respectivo apetite de risco.

Em interpretação diversa, se houver a extensão da responsabilidade típica do controlador de sociedade anônima ao cotista de FIP, por evidente que afetará a viabilidade do investimento desta natureza, sobretudo quanto aos investidores institucionais, que são importantes fomentadores do investimento de longo prazo no país.

Portanto, a responsabilidade dos cotistas de um FIP em relação às obrigações da companhia investida deve ser encarada de forma restrita, visto que este detém apenas uma expectativa de recebimento de fração do patrimônio líquido do fundo, correspondente ao número de cotas subscritas e integralizadas.

Tal entendimento não prejudica a análise da responsabilidade do cotista em relação ao FIP, que se dá na proporção do capital subscrito. Desta forma, caso o administrador realize chamada de capital do fundo, que cumpra estritamente as disposições do regulamento do FIP e esteja dentro do capital comprometido pelos cotistas, estes estarão obrigados a proceder a integralização dos recursos de forma proporcional à sua participação.

3. COMITÊ DE INVESTIMENTOS

A entrada de investidores com volume elevado de recursos e perfil de longo prazo foi determinante para a prosperidade do investimento em *private equity*, no país ou no exterior.

No Brasil, os principais investidores institucionais são fundos de pensão de empresas públicas ou sociedades de economia mista, como a Petros (Petrobras), a Funcionários (Caixa Econômica Federal) e a Previ (Banco do Brasil).

O gradual aumento da participação desses investidores institucionais no mercado brasileiro de Fundos de Investimento em Participações, a partir dos anos 2000, foi acompanhada pela inovação da criação do Comitê de Investimentos, órgão destinado a validar a decisão do gestor sobre os termos dos investimentos e desinvestimentos dos fundos.

A criação do Comitê de Investimentos decorreu da insegurança dos principais fundos de pensão sobre as decisões dos gestores de FIPs, justificada principalmente pois o cenário encontrado à época foi de um mercado bastante fragmentado, com gestores iniciantes e com pouco *track record*, além da incipienteza do conjunto normativo dedicado à regulamentação desta categoria de investimentos.

O Código ABVCAP | ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE⁷ classifica os FIPs em tipo 1, no qual há a indicação pelos cotistas dos integrantes do Comitê de Investimentos, tipo 2, em que há o Comitê de Investimentos composto por integrantes da administração ou gestão (membro independente no caso da gestão) do fundo e Conselho de Supervisão e tipo 3, em que não há a figura do Comitê de Investimentos.

Portanto, a reflexão pretendida por este trabalho é voltada para os FIPs do tipo 1, nos quais há Comitê de Investimentos composto por membros indicados pelos cotistas.

Nestes fundos, o gestor prospecta negócios para a carteira do fundo, cumprindo o mandato estabelecido no regulamento. Entretanto, após a negociação dos termos iniciais da proposta de

⁷ ANBIMA-Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais; ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital. Código ABVCAP|ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE, disponível em <http://www.anbima.com.br/data/files/9F/61/C0/D2/2CC575106582A275862C16A8/C_digo_20ANBIMA_20ABVCAP_1_.pdf> acesso em 20.06.2018

investimento, a decisão sobre o aporte ou não na companhia alvo é submetida ao Comitê de Investimentos, que aprova ou reprova a efetivação da transação. O mesmo processo ocorre no desinvestimento

Assim, em relação às duas atividades básicas do gestor de *private equity*, consistentes em definir o portfólio de investimentos do fundo e atuar na gestão da companhia para gerar crescimento e consequente valorização, há a interferência dos cotistas na primeira. Em termos gerais, a competência do Comitê de Investimentos é semelhante a um poder de voto sobre a decisão da compra ou venda de determinado ativo.

O gestor, portanto, procederá as transações de investimento e desinvestimento conforme condições aprovadas pelo Comitê de Investimentos do Fundo.

Cabe ao Comitê de Investimentos, conforme descrito no Código de Melhores Práticas descrito anteriormente, (i) acompanhar e autorizar as decisões inerentes à composição de sua carteira, incluindo, mas não se limitando, a aquisição e/ou a venda de ativos da carteira do FIP/FIEE, a partir de propostas apresentadas pelo administrador ou gestor, caso tais atividades não sejam desempenhadas pela mesma Instituição Participante, e (ii) acompanhar as atividades do administrador ou do gestor, caso tais atividades não sejam desempenhadas pela mesma Instituição Participante, na representação do fundo junto às companhias investidas, na forma prevista no Regulamento.

Ainda que o Código cite a atuação dos prestadores (gestor e administrador) nas investidas, o verbo utilizado é “acompanhar”, evidenciando que neste aspecto não há vinculação para decisão do Comitê, diferente da referência às decisões quanto à composição da carteira, em que o verbo utilizado é “autorizar”.

Portanto, o Comitê de Investimentos é concebido como um instrumento de governança dos cotistas do Fundo de Investimento em Participações, destinado a participar da decisão sobre a efetiva alocação do capital desembolsado no fundo.

Analisar a responsabilidade do cotista de Fundo de Investimento em Participações do tipo 1 que indique membro do Comitê de Investimentos, portanto, adiciona uma camada às discussões sobre a responsabilidade de cotista de Fundo de Investimento em geral e em FIPs, abordadas nos capítulos anteriores.

4. RESPONSABILIDADE DO ACIONISTA DE SOCIEDADE ANÔNIMA

As principais correntes teóricas que divergem do enquadramento dos fundos de investimento puramente como condomínios aproximam a sua natureza jurídica com a de uma sociedade. Conforme destacou SOUTO (2016), a convergência doutrinária aponta para que os elementos

caracterizadores de uma sociedade são: (i) a constituição do capital social, (ii) o fim comum e (iii) a coparticipação nos lucros e perdas, o que abrangeira os fundos de investimento.

Para efeito da discussão proposta neste trabalho, a simples classificação do fundo de investimento em equiparação a uma sociedade não abrangeira todas as nuances presentes na investigação da responsabilidade. Portanto, conforme evolução apresentada no capítulo 2, para execução da reflexão aqui trazida, encaramos a natureza do fundo de investimento como fluida, ora se assemelhando a um condomínio, ora se comportando como sociedade. O objetivo aqui é investigar se ao encarar a natureza do fundo de investimento como sociedade a percepção sobre a responsabilidade do cotista de FIP que participe de Comitê de Investimentos é alterada.

O 1º artigo da Lei 6.404/76, conhecida como Lei das S.A. determina que a companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

Portanto, assim como na abordagem condominial do fundo de investimento há a limitação proporcional ao número de cotas subscritas e integralizadas, na abordagem patrimonial, a apuração da responsabilidade parte da limitação ao valor subscrito ou adquirido.

O estabelecimento da personalidade jurídica é destinado a conferir a segurança da separação patrimonial ao desenvolvimento da atividade empreendedora. A separação gera o estímulo ao investimento na economia real, com consequente crescimento da atividade econômica e cumprimento da função social da empresa.

Para evitar que o instituto da separação patrimonial seja utilizado de forma abusiva, o ordenamento jurídico pátrio prevê a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica em caso de confusão patrimonial ou abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade.

Entender o perfil das responsabilidades assumidas pelos acionistas nas sociedades empresárias decorre da assimilação das diferenças nas expectativas dos (i) acionistas empreendedores, que tem total interesse na administração da companhia, (ii) acionistas rendeiros, que visam o investimento de longo prazo, portanto também tem interesse na administração da companhia e (iii) acionistas especuladores, cujo interesse pela companhia é momentâneo e não tem interesse na administração da companhia.

Das diferenças das expectativas e objetivos dos investidores ao adquirir participações, surgiu a abordagem capitalista contemporânea, na qual há a separação entre propriedade e controle. Neste sentido, COMPARATO e SALOMÃO FILHO (2014)⁸ identificaram as espécies de controle em (i) totalitário, quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade (ii) majoritário, quando é exercido por aquele que detém a maioria de ações com direito a voto (iii)

⁸ COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de Controle na Sociedade Anônima, Saraiva, São Paulo, 6ª edição, 2014

minoritário, quando é exercido por alguém com menos da metade das ações da companhia e (iv) gerencial, quando o controle interno da companhia é totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital.

O controle gerencial é aquele relativo ao conceito de *True Corporation*, na qual a difusão do controle da companhia faz com que os administradores assumam de fato todo o ônus do controle empresarial, passando os acionistas a exercer a função primordial de prestadores de capital.

A observação, portanto, do poder de controle, ocorre ao verificar qual elemento, de fato, imprime a sua marca de atuação nas decisões corporativas, principalmente verificada nas decisões tomadas no âmbito das assembleias gerais, no entanto, não restritas a estas.

Assim como o poder decisório na gestão da companhia é elevado para o acionista na posição de controle, as responsabilidades e deveres deste sujeito são objetos de atenção específica. Neste sentido o artigo 117 da Lei das S.A determina que o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

Portanto, o controle é elemento de qualificação da responsabilidade dos acionistas nas sociedades empresárias, com especial reflexo no caso das sociedades anônimas.

Ao combinar o tratamento legal da personalidade jurídica e sua desconsideração com a vinculação da responsabilidade majorada do acionista controlador, o operador jurídico que pretenda proferir decisão justa e adequada quanto à responsabilidade de acionistas deverá abordar, pelo menos que (i) a regra geral implica que a responsabilidade do acionista seja limitada ao valor das ações subscritas ou integralizadas, (ii) que a desconsideração da personalidade jurídica é voltada ao abuso da estrutura da separação patrimonial e portanto decorre de profunda análise acerca do cumprimento da finalidade da sociedade e/ou da ocorrência da confusão patrimonial e (iii) o procedimento da apuração de responsabilidade no caso da desconsideração da personalidade jurídica deve guardar coerência com o exercício efetivo do poder de controle.

5. CONCLUSÃO

Os elementos propostos para discussão neste trabalho permitem inferir que a apuração da responsabilidade de cotista de Fundo de Investimento em Participações que integre Comitê de Investimentos passa por diversas camadas que adicionam complexidade à análise a ser realizada pelo operador do direito que pretenda a aplicação em determinado caso concreto.

A discussão tem especial relevância à medida em que afeta não somente a responsabilidade do cotista em relação ao fundo, que de certa maneira é de definição menos complexa, mas principalmente a responsabilidade dos cotistas membros de CI quanto às companhias investidas pelo fundo.

Desta pesquisa é possível concluir que a avaliação da extensão da responsabilidade que se pretenda adequada deve passar, ao menos, pelos principais pontos descritos a seguir.

A primeira etapa da análise consiste na avaliação sobre a tipicidade do fundo de investimento em participações sobre o qual recai a discussão sobre a responsabilidade. Caso a natureza das atividades do fundo de investimento seja típica do conceito de *private equity*, qual seja a prospecção e atuação profissional na gestão da companhia, com papéis bem definidos entre os cotistas, participantes ou não de Comitê de Investimentos e os prestadores (gestor e administrador) e o Comitê de Investimentos tenha sua atuação deliberativa estrita à aprovação dos termos dos investimentos e desinvestimentos já avaliados pelo gestor, a discussão sobre a responsabilidade dos cotistas deverá ser limitada ao número de cotas subscritas e integralizadas por estes.

Caso seja verificada alguma distorção na estrutura do FIP, por exemplo, a atuação direta do cotista participante de CI na gestão das companhias investidas, caracterizada pela indicação de conselheiros representante do cotista, a responsabilidade do cotista acerca do resultado na gestão da companhia poderá ser apurada na medida da sua interferência no controle do ativo, a depender da verificação dos demais requisitos inerentes a extensão da responsabilidade.

A segunda etapa pela qual deverá percorrer o operador do direito consiste em verificar, no âmbito da sociedade investida pelo FIP se há abuso do instituto da separação patrimonial, inerente à personalidade jurídica. Neste sentido os principais aspectos a serem considerados são a confusão patrimonial e o desvio de finalidade. Não presentes os requisitos para a desconsideração da personalidade jurídica, a responsabilidade do FIP é restrita ao número de ações subscritas ou adquiridas.

Havendo o abuso da personalidade jurídica, o operador poderá proceder análise quanto a responsabilidade do FIP além das ações. Ao sobrepor a personalidade jurídica da companhia ou do fundo, é necessário avaliar o grau de exercício do poder de controle na companhia. Esta análise é a mais delicada, pois quanto maior for a capacidade do acionista ou cotista de determinar os rumos da companhia, através da interferência na gestão, maior será a carga da responsabilidade a ser imputada.

Portanto a terceira etapa consiste na efetiva abordagem, após verificadas as distorções relativas ao uso da personalidade jurídica em relação às companhias e da estrutura de fundo de investimento. Neste ponto, o operador deve se valer tanto da abordagem patrimonial quanto da abordagem condominial em relação à natureza do fundo de investimento.

A presente pesquisa permitiu abordar a complexidade da apuração da responsabilidade do cotista membro do Comitê de Investimento de Fundo de Investimento em Participações. Os aspectos abordados, entretanto, não exaurem as nuances que possam ser verificadas nos casos práticos. Resta ao operador jurídico, em sua atuação frente ao caso prático, avaliar a extensão da responsabilidade.

III – OS TIPOS SOCIETÁRIOS NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: CARACTERÍSTICAS, FUNÇÕES E O CASO ESPECIAL DOS AUDITORES INDEPENDENTES

Autor: Leonardo Anthero Auriema

Advogado, Mestrando em Direito Civil pela Faculdade de Direito da USP e Especialista em Contabilidade e Finanças pelo FIPECAFI.

Resumo

Este artigo visa, em um primeiro momento, analisar os variados tipos societários presentes na regulamentação do mercado de valores mobiliários brasileiro, dando especial ênfase no regime de limitação de responsabilidade de cada tipo societário e sua relevância para o mercado.

Posteriormente, o trabalho destaca o modelo societário aplicável aos auditores independentes frente aos demais tipos societários, propondo-se uma análise da origem e das características do modelo de sociedade simples aplicável a esses participantes do mercado, concluindo com uma avaliação do atual modelo regulatório.

1. Introdução.

É natural que toda vez que se relate o mercado de capitais com o direito societário logo se pense na figura das sociedades por ações, da negociação dessas ações em mercados regulamentados e em todo o regramento trazido pela Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.), considerada por muitos como um verdadeiro monumento legislativo, diploma legal que teve um papel de protagonismo institucional na história do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Essa associação tem razão de ser. De fato, nos dizeres de Nelson Eizirik, “*a função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar os prazos de suas dívidas (...) a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (...), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras*”¹.

Como fica claro nessa caracterização, o epicentro do mercado de capitais é a emissão de ações, valor mobiliário que permite ao investidor a participação direta na companhia emissora com a expectativa de valoração de suas ações ou de recebimento de dividendos por esse investimento. Nesse contexto, é natural que as ações e a Lei das S.A. sejam tão diretamente relacionadas ao regime jurídico do mercado de capitais, por fatores genéticos e operacionais².

No entanto, mesmo que não se discorde da proeminência da Lei das S.A. na dinâmica societária do mercado de capitais, a relação entre o direito societário e o mercado de capitais não se limita aos dilemas e problemas das sociedades por ações, estendendo-se, também, a outros modelos societários.

¹ Cf EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3^a ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p.8. Na mesma linha está a definição constante em CVM, *TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 3^a ed., Rio de Janeiro, 2017, p.34: “*O mercado de capitais é aquele em que os investidores, poupadore, alocam o seu excedente de recursos diretamente no tomador, na forma de investimento, para o desenvolvimento de uma determinada atividade, promovendo a formação do capital, ligando poupança e investimento, com o intuito de aumentar a eficácia da aplicação econômica dos recursos disponíveis*”.

² Na análise que faz da evolução da sociedade por ações, Tullio Ascarielli associa diretamente a divisão do capital em ações com o mercado de capitais, apontando que a existência de um mercado que permita a circulação das ações é essencial para que a sociedade por ações cumpra a sua função: “*Faculta-se, assim, a organização de um mercado financeiro, de um mercado de capitais, que proporciona, de um lado, aos inversores, maiores facilidades e oportunidades de inversão; e, de outro lado, a quem deseja desinverter o próprio dinheiro, a oportunidade de fazê-lo rapidamente. A existência ‘efetiva’ de um mercado de capitais prende-se, já à possibilidade de a sociedade anônima preencher a sua função econômica, já à tutela do inversor. Independentemente dele, os títulos, acionários ou obrigacionários, mediante os quais a sociedade procura mobilizar as economias para realizar empreendimentos industriais, embora juridicamente circuláveis, carecem, economicamente, da possibilidade de uma circulação*”. *Problemas e Princípios das Sociedades Anônimas in Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2^a edição. São Paulo: Saraiva, 1969, p.321.

Com efeito, ainda que se reconheçam a sociedade por ações e o mercado acionário que esse modelo societário possibilita como a estrela principal desse sistema, a legislação e a regulação do mercado de capitais oriunda da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) prevê a existência de outros participantes que permitem o adequado funcionamento do mercado, dando-lhes a possibilidade de adotarem outros modelos societários, modelos esses que orbitam em volta do modelo desenhado pela Lei das S.A. para as companhias abertas

Este artigo tem por objetivo trazer luz a esses outros tipos societários presentes na regulamentação da CVM, apontando como os modelos presentes nas normas dessa Autarquia se relacionam com as atividades desenvolvidas pelos diferentes participantes do mercado de capitais. Assim, um primeiro efeito desse estudo é a proposição de um estudo mais abrangente da relação entre o direito societário e o mercado de capitais.

Nesse sentido, a abrangência dessa análise exige a inserção de um diploma legal menos evidente quando se discute a dinâmica do mercado de valores mobiliários: o Código Civil, que em seu Livro II da Parte Especial regula os demais tipos societários. O estudo do Código Civil e sua relação com as normas que disciplinam o mercado de capitais é um segundo efeito inexorável da análise que ora se propõe.

Para alcançar o objetivo proposto, em um primeiro momento, será feito um levantamento dos diferentes participantes do mercado de valores mobiliários, instituições formatadas pela lei societária e pelas normas que regulamentam esse mercado e que permitem o funcionamento da complexa dinâmica que envolve o mercado de capitais. O escopo dessa primeira parte é relacionar tais participantes e os tipos societários que as normas regulamentares lhes atribuem, de modo a trazer um panorama dos modelos societários previstos na regulamentação vigente.

Com base nesse levantamento, é possível recorrer ao sistema do direito societário brasileiro com o fim de analisar a estrutura dos participantes do mercado, apontando as principais características e funções dos modelos presentes em nossa legislação e as razões que embasam a escolha desses modelos frente às atribuições dos respectivos participantes.

Por fim, propõe-se a análise do caso especial dos auditores independentes no Brasil, que desde a década de 70 são regulados de forma diversa dos demais participantes de mercado, com ênfase no sistema de responsabilidade que recai sobre as sociedades de auditoria. Assim, a análise irá apontar as origens do modelo regulatório atual aplicável aos auditores independentes, a forma como outros países endereçaram esse modelo e uma avaliação da atualidade e adequação da regulamentação atual.

2. Panorama dos participantes de mercado e seus respectivos tipos societários

Para se ter uma noção dos tipos societários previstos na regulamentação do mercado de valores mobiliários, é necessário ter uma visão panorâmica dos diferentes participantes de mercado existentes, de suas principais atribuições e qual modelo societário a norma regulamentar impõe para cada participante.

Uma primeira aproximação para se ter uma noção clara de quem são esses participantes e sua importância é a leitura do artigo 1º da Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976 (Lei 6.385/76), que enumera as atividades que são disciplinadas e fiscalizadas no âmbito do mercado de capitais:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII - a auditoria das companhias abertas;
- VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Dessa forma, os participantes de mercado são aqueles que desempenham essas funções enumeradas pela Lei 6.385/76, possibilitando o funcionamento regular do mercado de capitais em toda a sua complexidade. Referido dispositivo serve de base legal para que a CVM regulamente cada participante de mercado, trazendo instruções específicas para cada participante.

Embora a disposição legal mencionada dê o panorama das normas e atividades que compõem o mercado de capitais, não traz maiores detalhes de quem são seus participantes. Tal detalhamento é trazido pela Instrução CVM n.º 510 de 05 de dezembro de 2011 (ICVM 510/11), que, por dispor sobre o cadastro de participantes do mercado de valores mobiliários, traz em seu Anexo I uma lista completa dos participantes de mercado.

Nessa linha, o Anexo I da ICVM 510/11 serve de referência para uma visão completa dos participantes de mercado e, por essa razão, foi usada como base para o levantamento que está condensado na Tabela 1, abaixo. Dessa tabela foram excluídos os participantes que não são pessoas jurídicas de direito privado (pessoas físicas, pessoas jurídicas de direito público e fundos de investimento), uma vez que o que se busca nessa pesquisa é a identificação dos tipos societários

presentes na regulamentação da CVM. Dessa forma, a Tabela 1 identifica (i) os participantes de mercado; (ii) as principais atribuições do participante; (iii) o tipo societário permitido ao participante; (iv) as normas regulamentares aplicáveis ao participante.

Tabela 1: Participantes de mercado e seus respectivos tipos societários

Participante	Atribuições do participante	Tipo societário	Principais normas aplicáveis
Administrador de carteira	"Exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor" (ICVM 558/15, Art. 1º).	Sem definição	ICVM 558/15
Administrador de FIDC	"A instituição administradora, observadas as limitações deste regulamento, tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira do fundo" (ICVM 356/01, Art. 33).	Sociedades por ações ou limitadas	ICVM 356/01
Administrador de FII	"A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo" (ICVM 472/08, Art. 27)	Sociedades por ações ou limitadas ³	ICVM 472/08
Agente Autônomo de Investimentos	O agente autônomo de investimentos exerce as atividades de (i) prospecção e captação de clientes; (ii) recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis; e (iii) prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado (ICVM 497/11, Art. 1º)	Sociedade simples	ICVM 497/11
Auditor Independente	Dentre outras atividades, os auditores independentes devem verificar: (i) se as demonstrações contábeis e o relatório de auditoria foram divulgados nos jornais em que seja obrigatória a sua publicação e se estes correspondem às demonstrações contábeis auditadas e ao relatório originalmente emitido; (ii) se as informações e análises contábeis e financeiras apresentadas no relatório da administração da entidade estão em consonância com as demonstrações contábeis auditadas; e (iii) se as destinações do resultado da entidade estão de acordo com as disposições da lei societária, com o seu estatuto social e com as normas emanadas da CVM (ICVM 308/99, Art. 25)	Sociedade simples	ICVM 308/99
Banco de Investimento	"Estabelecer que os bancos de investimento, instituições financeiras de natureza privada, especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros, devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima" (Resolução CMN 2.624/99, Art. 1º)	Sociedade por Ações	Resolução CMN 2.624/99

³ É importante destacar que tanto os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FDCs) quanto os Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) enumeram diversos participantes que podem exercer a atividade, tais como bancos múltiplos, caixas econômicas, sociedades corretoras e distribuidoras, dentre outras. Tendo em vista que todos esses participantes são organizados sob a forma de sociedades limitadas ou por ações, apontou-se somente os tipos societários aplicáveis.

Banco múltiplo com carteira de investimento	"Os bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento. Essas operações estão sujeitas às mesmas normas legais e regulamentares aplicáveis às instituições singulares correspondentes às suas carteiras. A carteira de desenvolvimento somente poderá ser operada por banco público. O banco múltiplo deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima. As instituições com carteira comercial podem captar depósitos à vista." ⁴	Sociedade por Ações	Resolução CMN 2.099/94
Caixas Econômicas	"A Caixa Econômica Federal, criada em 1.861, está regulada pelo Decreto-Lei 759, de 12 de agosto de 1969, como empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda. Trata-se de instituição assimelhada aos bancos comerciais, podendo captar depósitos à vista, realizar operações ativas e efetuar prestação de serviços. Uma característica distintiva da Caixa é que ela prioriza a concessão de empréstimos e financiamentos a programas e projetos nas áreas de assistência social, saúde, educação, trabalho, transportes urbanos e esporte. Pode operar com crédito direto ao consumidor, financiando bens de consumo duráveis, emprestar sob garantia de penhor industrial e caução de títulos, bem como tem o monopólio do empréstimo sob penhor de bens pessoais e sob consignação e tem o monopólio da venda de bilhetes de loteria federal. Além de centralizar o recolhimento e posterior aplicação de todos os recursos oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), integra o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e o Sistema Financeiro da Habitação (SFH)." ⁵	Empresa pública	Decreto-Lei 759/69
Consultor	"Considera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente" (ICVM 592/17, Art. 1º)	Sem definição	ICVM 592/17
Cooperativa de Crédito	"As cooperativas de crédito destinam-se, precípuamente, a prover, por meio da mutualidade, a prestação de serviços financeiros a seus associados, sendo-lhes assegurado o acesso aos instrumentos do mercado financeiro" (LC 130/09, art. 2º)	Sociedade Cooperativa	LC 130/09 e Resolução CMN 4.434/15
Corretoras e Distribuidoras	"A corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVM) e a distribuidora de títulos e valores mobiliários (DTVM) atuam nos mercados financeiro e de capitais e no mercado cambial intermediando a negociação de títulos e valores mobiliários entre investidores e tomadores de recursos. As corretoras e as distribuidoras devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada. São supervisionadas tanto pelo Banco Central quanto pela Comissão de Valores Mobiliários" ⁶ .	Sociedades por Ações ou Limitadas	Resoluções CMN 1.120/86 e 1.655/89
Corretoras de Mercadorias	"Considera-se corretora de mercadorias a sociedade habilitada a negociar ou registrar operações com valores mobiliários em bolsa de mercadorias e futuros" (ICVM 402/04, Art. 1º, parágrafo único)	Sociedades por Ações ou Limitadas	ICVM 402/04
Mercado organizado de Valores Mobiliários	"Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros" (ICVM 461/07, Art. 3º)	Sociedades por Ações ou Associação	ICVM 461/07

⁴ Definição constante no site do BCB: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bm.asp>

⁵ Definição constante no site do BCB: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/caixas.asp>

Escriturador de Valores Mobiliários	"A prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários compreende: I – abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de livros de registro, conforme previsto na regulamentação em vigor; II – o registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários; III – o tratamento das instruções de movimentação recebidas do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; IV – a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; e V – o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários." ⁶ (ICVM 543/15, Art. 1º, §1º)	Sociedades por Ações	ICVM 543/15
Custodiano de Valores Mobiliários	"A prestação de serviços de custódia de valores mobiliários compreende: I – no caso de prestação de serviços para investidores: a) a conservação, o controle e a conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor; b) o tratamento das instruções de movimentação recebidas dos investidores ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; e c) o tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados; e II – no caso de prestação de serviços para emissores: a) a guarda física dos valores mobiliários não escriturais; e b) a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários do regime de depósito centralizado." (ICVM 543/15, Art. 1º, §2º)	Sociedades por Ações ou Limitadas	ICVM 542/15
Depositário de Valores Mobiliários	"O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários previsto no caput compreende as seguintes atividades: I – a guarda dos valores mobiliários pelo depositário central; II – o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores; III – a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central; e IV – o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito." (ICVM 541/15, Art. 1º, §1º)	Sociedades por Ações ou Associação	ICVM 541/15
Agências de classificação de risco de crédito	"Considera-se a classificação de risco a atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários" (ICVM 521/12, Art. 1º, inciso II)	Sem definição	ICVM 521/12
Agente fiduciário	Dentre outros deveres e funções, cabe ao agente fiduciário "proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens" (ICVM 583/16, Art. 11, inciso II)	Sociedade por ações	ICVM 583/16
Prestador de serviço de plataforma eletrônica de investimento participativo	"Plataforma eletrônica de investimento participativo ("plataforma"): pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores;" (ICVM 588/17, Art. 2º, inciso II)	Sem definição	ICVM 588/17

⁶ Definição constante no site do BCB: https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/corretoras_distribuidoras.asp?idpai=SFNCOMP. A mesma página eletrônica esclarece ainda a diferença entre sociedades corretoras e distribuidoras: "Com a Decisão Conjunta 17/2009, que autorizou as distribuidoras a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores, eliminou-se a principal diferença entre as corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, que hoje podem realizar praticamente as mesmas operações".

Do levantamento presente na Tabela 1 constata-se que a maior parte dos tipos societários previstos na regulamentação do mercado de valores mobiliários brasileiro são as sociedades por ações e sociedades limitadas, havendo casos excepcionais em que são previstas sociedades não empresárias, tais como a sociedade simples, a sociedade cooperativa e a associação. Com exceção das sociedades cooperativas⁷, as características e funções desses tipos societários serão mais detidamente analisados a seguir.

3. O sistema de direito societário e os tipos legais

Expostos os principais caracteres que a regulamentação atribui aos participantes do mercado, cabe uma análise do sistema de direito societário, bem como dos tipos societários mencionados nas normas da CVM⁸. Antes de adentrar na análise específica dos entes societários, alguns elementos do direito societário precisam ser bem assentados, quais sejam: (i) o direito societário como parte integrante do direito privado; e (ii) os ordenamentos do direito societário.

Por uma escolha de exposição didática, o direito societário é diretamente associado ao campo do direito empresarial, fato que se explica pela proeminência que as sociedades empresárias ganharam nos últimos séculos e pela necessidade indelével de compreender as estruturas que tornaram possível o fenômeno da macroempresa na modernidade. No entanto, o direito societário não se limita ao fenômeno empresarial, viabilizando, também, atividades que não próprias de uma empresa.

Com efeito, o artigo 44, §2º do Código Civil estabelece que as “*disposições concernentes às associações aplicam-se subsidiariamente às sociedades que são objeto do Livro II da Parte Especial*”, o que inclui a sociedade simples e as sociedades empresárias. Conforme

⁷ De acordo com Alfredo de Assis Gonçalves Neto, a sociedade cooperativa “*distingue-se das demais sociedades essencialmente por um traço que lhe é bastante peculiar: enquanto nestas o sócio investe para buscar resultados lucrativos proporcionais aos riscos (normalmente tendo como referencial o valor de sua participação no capital social), na cooperativa o móvel que atrai a filiação do cooperado não é a obtenção de lucros, mas o amparo, a ajuda mútua, notadamente a possibilidade de utilizar-se dos serviços por ela prestados e das facilidades por ela proporcionadas para melhorar a sua própria situação econômica*”. Direito de Empresa. 8.^a ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p.523. Por ser um tipo societário isolado e prioritariamente regulado pelo BCB, esse modelo não será analisado com mais profundidade, cabendo mencionar que esse tipo permite a limitação de responsabilidade, nos termos do artigo 11 da Lei 5.274 de 16 de dezembro de 1971 e o artigo 1.095, §1º do Código Civil.

⁸ Assim, não serão analisados, neste trabalho, (i) as sociedades em comandita; (ii) as sociedades em comandita por ações; (iii) as sociedades em nome coletivo; (iv) as sociedades em comum; e (v) as sociedades em conta de participação. Para um aprofundamento nesses tipos societários, recomenda-se a leitura de GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*, Op.Cit., pp. 150-536.

ensina Erasmo Valladão⁹, com base nas lições de Giuseppe Ferri, em nosso sistema legal, a associação é o gênero do qual as sociedades são as espécies, caracterizadas pelo exercício de uma atividade comum realizada com escopo lucrativo¹⁰.

Essa compreensão está alinhada com a definição do direito societário como o direito das organizações finalísticas privadas, tendo em vista que, sejam as associações, sejam as sociedades, tais organizações são constituídas para a persecução de um determinado fim, econômico ou não econômico, lucrativo ou não lucrativo.

Esse dado aponta que, para ser devidamente compreendido, o direito societário precisa ser enquadrado dentro da perspectiva do direito privado, não se limitando ao fenômeno da empresa moderna, mesmo que esse seja o campo onde se reveste de maior relevância.

Outro ferramental extremamente útil na compreensão e instrumentalização do direito societário são os chamados princípios estruturais do direito societário, conforme lição de Herbert Wiedemann. Por essa abordagem, o direito societário deve ser compreendido em sua estrutura como sendo composto por um ordenamento societário, um ordenamento patrimonial e um ordenamento da empresa.

O ordenamento societário tem por escopo a regulação do conjunto de pessoas que se aproximaram para atingir uma finalidade comum, desenvolvendo regras de conduta entre os associados. Assim, nesse campo do direito societário estão contidas as regras acerca da determinação da finalidade do ente societário¹¹, as regras concernentes à organização da sociedade¹² e, ainda, as regras que disciplinem o *status socii*¹³.

O ordenamento patrimonial, por sua vez, contém as regras que disciplinam o patrimônio

⁹ Cf. NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p.626, nota V.

¹⁰ A mesma ideia está presente LEONARDO, Rodrigo Xavier. *As associações em sentido estrito no Direito Privado*. São Paulo: Tese de Doutorado – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (Orientador: Alcides Tomasetti Júnior), 2007, p. 93: “Partindo do tipo geral associativo, cujos dados podem ser estabelecidos segundo o modelo muito amplo posto na norma constitucional, destacam-se, dentre outros tantos (partidos políticos, sindicatos, associações religiosas etc.), dois grandes subtipos: a associação em sentido estrito e a sociedade”.

¹¹ Aqui está a disciplina da determinação do objeto social, que na clássica expressão de Wiedemann, constitui a “estrela polar” da organização societária, que servirá de guia para todos os órgãos e membros da sociedade na medida em que estes deverão agir com o escopo de atingir aquele objeto. Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht I – Grundlagen* trad. por NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p.627.

¹² Nessa área se enquadram as regras que disciplinam as manifestações internas e externas da organização societária. Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht I*, op.cit., p. 627.

¹³ Nesse terceiro grupo estão as regras que disciplinam os direitos e deveres do sócio. Wiedemann aponta para os direitos de participação, os direitos patrimoniais, os direitos de informação e fiscalização e o direito de retirada. Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht I*, op.cit., pp. 627-628.

especial e autônomo conectado ao ente societário e que lhe é fundamental para a persecução da finalidade social estabelecido no estatuto ou contrato social. Esse ordenamento também tem três diferentes grupos de regras que o caracterizam: (i) as regras atinentes à competência para o exercício de direitos patrimoniais da sociedade¹⁴; (ii) as regras relativas à transferência patrimonial¹⁵; e (iii) regras concernentes à responsabilidade dos sócios¹⁶.

Ainda relativamente ao ordenamento patrimonial, cabe ressaltar um dado de especial relevância para o presente estudo: a relação entre a responsabilidade subsidiária dos sócios e as regras concernentes ao capital social. Como aponta Wiedemann, a garantia dos credores da sociedade é, em um primeiro momento, o patrimônio da própria sociedade e, quando este não é suficiente, o credor pode recorrer ao patrimônio dos sócios, que serve como garantia em um segundo nível. A contrapartida à exclusão da responsabilidade dos sócios deve ser assegurada por regras rigorosas relativas à entrada e a manutenção do capital social dessas sociedades¹⁷.

Por fim, compõe o direito societário o chamado ordenamento da empresa, que é, também, composto por três grupos diferentes de regras, sendo estas (i) as regras relativas à administração da sociedade, que estabelecerá como a administração será organizada (se haverá, por exemplo, uma diretoria e um conselho de administração); (ii) as regras relativas aos grupos de sociedades; e (iii) as regras concernentes à prestação de contas, sua publicidade e fiscalização, adentrando nessa esfera as normas que regulam, por exemplo, a elaboração e divulgação de demonstrações contábeis da sociedade, bem como seus atos societários mais relevantes¹⁸.

O ferramental fornecido pela obra de Herbert Wiedemann é de grande auxílio para uma compreensão sistemática e organizada do direito societário, sendo que para fins deste trabalho, maior atenção será dada ao ordenamento patrimonial do direito societário, com destaque para as regras relativas aos sistemas de responsabilidade atribuíveis aos tipos societários presentes na lei societária e, também, na regulamentação do mercado de capitais brasileiro.

¹⁴ “Deve o direito societário, consequentemente, encontrar suas próprias formas de atribuição, que indiquem quem deve ser encarado como titular de direito e quem pode exercer, de forma vinculante, os direitos reais absolutos, ou seja como devem harmonizar-se a organização do patrimônio e da sociedade. Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht I*, op.cit., p. 631.

¹⁵ “Ao direito patrimonial especial do direito societário pertence, ainda, a transferência patrimonial entre a sociedade e seus sócios, ou seja, o regramento das contribuições e da distribuição dos resultados” Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht I*, op.cit., p. 632.

¹⁶ “O direito societário deve, adicionalmente, responder à questão sobre se e em qual extensão os sócios devem responder pelas dívidas sociais e sobre se essa responsabilidade deve ter lugar diretamente perante os credores ou apenas indiretamente por via de uma obrigação subsidiária de suprimento de capital para a sociedade” Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht I*, op.cit., p. 632.

¹⁷ Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht I*, op.cit., pp.632-633.

¹⁸ Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht I*, op.cit., pp.635-636.

a) A sociedade por ações

Embora as sociedades por ações não sejam o foco deste estudo, uma vez que são sempre citadas e amplamente destacadas no contexto do estudo do mercado de capitais, não é possível ignorar esse tipo societário, não só porque constitui o centro gravitacional ao redor do qual orbitam todos os participantes de mercado no caso das companhias abertas, mas, também, por ser um tipo societário adotado por outros participantes que integram o sistema de distribuição.

Nesse sentido, deve-se destacar que muitos estudos e abordagens diferentes acerca das sociedades por ações já foram elaborados, havendo muito material de qualidade sobre esse tipo societário. Limitar-se-á esse estudo a considerar as suas principais características, conforme proposto por estudiosos clássicos e contemporâneos da matéria.

Uma das abordagens contemporâneas acerca das principais características da sociedade por ações mais amplamente debatidas no cenário acadêmico atual é a proposta por Reinier Kraakman et al., que, ao comparar diversas sociedades por ações ao redor do mundo, identificam cinco principais características desse tipo societário nos mais variados sistemas jurídicos, quais sejam: (i) personalidade jurídica; (ii) responsabilidade limitada; (iii) possibilidade de transferência das ações; (iv) administração delegada a uma estrutura com conselho de administração; e (v) titularidade pelos investidores¹⁹.

No que tange à personalidade jurídica, são destacados os principais elementos que caracterizam a pessoa jurídica: a autonomização patrimonial e a separação do núcleo de vontade dos sócios do núcleo de vontade dos sócios, uma vez que a companhia, como pessoa que é, passa a ter uma esfera jurídica própria.

A autonomização do patrimônio implica aquilo que Reinier Kraakman et al. chamam de “blindagem da entidade”, que tem por característica, de um lado, o estabelecimento de uma prioridade dos credores sociais sobre os credores dos sócios individualmente considerados, visto que o patrimônio social separado tem por finalidade o atendimento dos credores da sociedade. Por outro lado, a referida blindagem também é garantida por regras relativas à liquidação da sociedade, que impedem que os próprios sócios ou os seus credores retirem do capital da sociedade as contribuições sociais que foram pelos sócios aportadas²⁰.

Relativamente à separação da esfera jurídica dos sócios e da sociedade, os autores trazem uma reflexão acerca da importância e funcionalidade da sociedade poder entrar em contratos com terceiros. Para isso, as sociedades por ações apresentam regras acerca da titularidade patrimonial da sociedade e a possibilidade de contratar com terceiros, da delegação de autoridade para

¹⁹ A abordagem completa dessas cinco características está em Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. Third edition, New York: Oxford University Press, 2017, pp.5-15.

²⁰ Cf. Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, Op.Cit. pp.5-6.

realização dessas atividades aos seus respectivos representantes e a capacidade de processar e ser processada em seu próprio nome.

A segunda característica das sociedades por ações é a responsabilidade limitada, que funciona como a outra face da moeda da personalidade jurídica, pois enquanto esta protege a sociedade contra os credores do sócio, a responsabilidade limitada protege os sócios dos credores sociais. No ensinamento de Reinier Kraakman et al., a responsabilidade limitada proporcionada pelas sociedades por ações possibilita a diversificação dos investimentos por parte do investidor, na medida em que está arriscando somente aquilo que subscreveu em ações. Do contrário, o investidor teria de, ativamente, participar da gestão da atividade considerando que o conjunto de seu patrimônio está em jogo²¹.

A terceira característica fundamental das sociedades por ações é a possibilidade aberta por esse tipo societário da transferência das participações societárias de seus sócios para terceiros. Ao descrever tal característica, Reinier Kraakman et al. estão alinhados com os ensinamentos de Herbert Wiedemann, na medida em que afirmam que a possibilidade de transferência de participação societária é consequência da proteção patrimonial proporcionada pelas normas relativas à liquidação do patrimônio social. Considerando que os credores sabem que aquele patrimônio permanecerá intacto e à sua disposição como cifra de garantia, não precisam se preocupar com a pessoa do sócio e com as consequências de sua retirada. É importante destacar, ainda, que a possibilidade de transferência das ações varia dentro do sistema, havendo possibilidade de restrição na circulação das ações, mais comum em companhias fechadas e ações que são livremente negociadas no mercado de capitais²².

A quarta característica está relacionada à gestão da sociedade por ações. Os variados tipos societários têm regras próprias acerca de sua administração, sendo característico das sociedades por ações ter uma estrutura de governança em que a maior parte das decisões centrais para a sociedade são transferidas para um conselho de administração, eleito pelos próprios acionistas. Reinier Kraakman et al. mencionam quatro elementos que caracterizam essa gestão: (i) separação entre o conselho de administração e o corpo de gestores que cuidam do dia a dia operacional da sociedade; (ii) eleição pelos próprios acionistas; (iii) separação formal dos membros do conselho dos acionistas que os elegeram; e (iv) multiplicidade de membros²³.

Por fim, ao tratar da titularidade da sociedade pelos investidores, os autores ora analisados estão considerando o fato da sociedade por ações ser uma sociedade de capital, em que a titularidade implica o controle societário e o direito de receber da sociedade os resultados de sua

²¹ “*Limited liability, by contrast, imposes a finite cap on downside losses, making it feasible for shareholders to diversify their holdings. It lowers the aggregate risk of shareholders portfolio, reducing the risk premium they will demand, and so lowers the firm's cost of equity capital*” Cf. Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, Op.Cit. pp.8-9.

²² Cf. Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, Op.Cit. p.10.

²³ Cf. Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, Op.Cit. pp.11-13.

atividade. A esse aspecto se contrapõem os demais tipos societários em que aspectos pessoais dos sócios são fundamentais na configuração do negócio²⁴.

A precisão dessa caracterização da sociedade por ações ganha respaldo quando autores clássicos do direito societário apontam para traços semelhantes no desenho da singularidade da sociedade por ações frente aos outros tipos societários.

Robert C. Clark, por exemplo, aponta quatro características centrais para o sucesso da sociedade por ações como um tipo societário, quais sejam: (i) responsabilidade limitada para investidores; (ii) liberdade na transferência de participação societária; (iii) personalidade jurídica; e (iv) administração centralizada²⁵.

Escrevendo no contexto brasileiro, Tullio Ascarelli, semelhantemente, aponta como características fundamentais da sociedade por ações a responsabilidade limitada e a divisão do capital social em ações²⁶, o que mostra que já em 1945, data da primeira edição da obra em referência, o autor já era atual nas discussões que hoje permeiam o direito das sociedades por ações.

Por fim, cabe salientar que as sociedades por ações serão sempre empresárias, independentemente do objeto, por força do disposto no parágrafo único do artigo 982 do Código Civil²⁷.

Relacionando as características das sociedades por ações com o levantamento constante na Tabela 1, verifica-se que esse tipo societário é permitido a uma série de participantes de mercado, com destaque para as instituições financeiras que desempenham uma série de serviços relevantes no âmbito do mercado de capitais e, por força do 25 da Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964²⁸, devem ser sociedades por ações.

²⁴ Cf. Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, Op.Cit. pp.13-15.

²⁵ “Briefly, what accounts for the corporation’s success as a form of organization are its characteristics and a social environment that makes these characteristics useful. For convenience, I will identify four such characteristics: (1) limited liability for investors; (2) free transferability of investor interests; (3) legal personality (entity attributable powers, life span, and purpose); and (4) centralized management” CLARK, Robert C. *Corporate Law*. Aspen Law & Business, 1986, p.2.

²⁶ “Os dois princípios que podemos hoje considerar fundamentais, enquanto deles decorre a maior parte das normas da sociedade anônima, são o da responsabilidade limitada e o da divisão do capital social em ações” ASCARELLI, Tullio, *Problemas e Princípios das Sociedades Anônimas*, Op. Cit., p. 319.

²⁷ “Art. 982 (...) Parágrafo único. Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa”.

²⁸ “Art. 25. As instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas.”

b) A associação

Em um primeiro momento, pode causar uma dupla estranheza: a presença da associação em um estudo sobre tipos societários e o fato de ser prevista como um modelo societário no âmbito do mercado de capitais.

A primeira estranheza é desfeita quando se considera o caráter associativo desse modelo e o seu pertencimento ao estudo do direito societário enquanto organização finalística privada, que, por definição, tem fins não econômicos.

Semelhantemente, deixa de causar estranheza a sua presença na regulamentação dos valores mobiliários quando se verifica que está prevista, precisamente, nas normas que regulamentam as entidades administradoras de mercado organizado, sendo um modelo também possível para os depositários de valores mobiliários, estrutura de mercado que funciona em simbiose com as entidades que administram mercados organizados, tais como as bolsas de valores.

Essas estruturas de mercado até o começo do século XXI eram mutualizadas, sendo as associações um modelo societário que comportava as necessidades desse tipo de estrutura. Com o movimento de desmutualização ocorrido no início do século, embora a Instrução CVM 461 de 23 de outubro 2007 (ICVM 461/07) ainda permita esse modelo para tais entidades, não mais se observa mais participantes de mercado que adotem o modelo de associação, vez que a atual bolsa de valores brasileira tem a estrutura de uma sociedade por ações com capital aberto, sendo a central depositária de valores mobiliários regida pela Instrução CVM n.º 541 de 20 de dezembro de 2013 uma infraestrutura da bolsa de valores em funcionamento²⁹.

É necessário considerar-se, ainda, como característica fundamental das associações a inexistência de direitos e obrigações recíprocos entre os associados, nos termos do parágrafo único do artigo 53 do Código Civil, bem como a ausência de discussão acerca da responsabilidade dos associados pelos débitos da associação, uma vez que não há contribuição de capital ou

²⁹ O Edital de Audiência Pública da ICVM 461/07 descreve com precisão a adoção, no regime anterior, das associações: “*Em seu modelo tradicional, as bolsas organizam-se como associações sem finalidades lucrativas. Nesse modelo, as funções de auto-regulação (ou de fiscalização) dos mercados que mantêm (cf. art. 17, §1º da Lei 6.385/76) coexistem com os deveres assumidos perante seus sócios que, além de donos do negócio, são ainda os participantes autorizados a operar em seus ambientes. As atribuições de auto-regulação mais típicas incluem a admissão de pessoas autorizadas a operar, o estabelecimento de padrões de listagem e de admissão à negociação de produtos em seus ambientes e a imposição de regras de negociação. Ao lado dessas funções regulatórias, parte fundamental das responsabilidades das bolsas consiste na fiscalização de suas normas e das normas emanadas dos órgãos reguladores, e na aplicação de penalidades aos intermediários que as infrinjam. Tais atividades, no regime brasileiro, estão sujeitas à supervisão do órgão regulador do mercado de valores mobiliários (cf. art. 17, caput, da Lei 6.385/76)*”. Para um maior aprofundamento na regulação das entidades administradoras do mercado organizado, recomenda a leitura de todo o edital supracitado, uma vez que contém um estudo prolífico da alteração do modelo regulatório brasileiro de tais entidades.

subscrição de participação nessas organizações³⁰.

c) A sociedade limitada

A sociedade limitada é um tipo societário que está a meio caminho entre a sociedade de pessoas pura e a sociedade de capital. Na lição de Alfredo de Assis Gonçalves³¹, das sociedades de pessoas traz esse tipo societário a característica da conformação contratual, com um caráter *intuitu personae*, que é próprio das sociedades contratuais; das sociedades de capital, a sociedade limitada tem a característica da limitação da responsabilidade, de modo que o artigo 1.052 do Código Civil traz a essência do que caracteriza tal sociedade³².

Esse tipo societário teve origem no período da revolução industrial, em que os investidores buscavam uma forma de mitigar os riscos de seus empreendimentos, mas não queriam recorrer às sociedades por ações, que, à época, exigiam uma série de formalidades para a sua constituição, tais como a autorização governamental para o seu funcionamento³³.

Nesse sentido, buscou-se um modelo de sociedade que reunisse, concomitantemente (i) a desnecessidade de obtenção de autorização governamental para o seu funcionamento; (ii) a redução de formalidades; (iii) atratividade de investidores; e (iv) limitação de responsabilidade para esses investidores³⁴.

Um dado relevante do direito brasileiro e que imprime a marca indelével de sociedade de pessoas à sociedade limitada é a restrição que existe para a circulação das quotas que representam o capital social desse tipo societário, conforme prevê o artigo 1.057 do Código Civil³⁵.

³⁰ “O patrimônio dos associados fica por princípio completamente diferenciado do patrimônio da associação. Não há cotas para integralizar nem tampouco ações para adquirir. Por consequência, na hipótese da dissolução, o patrimônio da associação não é repartido entre os associados, sendo destinado à ‘entidade de fins não econômicos designada no estatuto, ou, omissus este, por deliberação dos associados, à instituição municipal, estadual ou federal, de fins idênticos ou semelhantes (art. 61, caput, CCB” XAVIER, Rodrigo Xavier. *As associações em sentido estrito no Direito Privado*. Op. Cit., p. 130,

³¹ “Em segundo lugar, a limitada há de ser considerada um tipo intermediário entre as sociedades de capital e de pessoas, visto que possui normas que a aproximam das sociedades de capital, por cujo regime jurídico podem optar a modo supletivo (art. 1.053, parágrafo único), sem perder o caráter *intuitu personae* que é próprio das sociedades contratuais” GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis, *Direito de Empresa*, Op. Cit., p. 380.

³² “Art. 1.052. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.”

³³ Para uma sucinta e rica evolução histórica das sociedades por ações, ver ASCARELLI, Tullio, *Problemas e Princípios das Sociedades Anônimas*, Op. Cit., pp. 313-348.

³⁴ Cf. GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*, Op. Cit., p. 377.

³⁵ “Art. 1.057. Na omissão do contrato, o sócio pode ceder sua quota, total ou parcialmente, a quem seja sócio, independentemente de audiência dos outros, ou a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de um quarto do capital social.” Nessa linha argumenta Alfredo de Assis Gonçalves Neto, que afirma que, no Brasil, “o entendimento correto, em nosso pensar, é o de que a limitada é, em linha de princípio, sociedade de pessoas, visto que a mudança do quadro social, dependendo de alteração contratual, exige a anuência dos demais sócios ou, pelo menos, de quantos que representem a vontade de uma maioria qualificada do capital social” *Direito de Empresa*, Op. Cit., p. 380.

No âmbito do mercado de capitais, esse modelo societário é utilizado, prevalentemente, por participantes que atuam no sistema de intermediação, distribuição e custódia de valores mobiliários, uma vez que podem estar presentes em grandes grupos econômicos do setor bancário, bem como serem constituídas como sociedades de menor porte, em que é fundamental a conjunção da pessoalidade que caracteriza esse tipo societário com a limitação da responsabilidade, tendo em vista os grandes riscos existentes na atuação no mercado de capitais, em que erros podem causar danos de grande monta aos investidores.

d) A sociedade simples

Na pesquisa dos tipos societários constantes na regulamentação do mercado de capitais, a sociedade simples aparece como sendo obrigatória para os agentes autônomos de investimento e auditores independentes, com uma diferença fundamental entre a regulação de ambos: enquanto a ICVM permite que os agentes autônomos modulem a sociedade simples para que essa preveja um regime jurídico com limitação da responsabilidade dos sócios, as normas aplicáveis às sociedades de auditores vedam essa possibilidade expressamente, conforme será visto com mais vagar adiante.

O primeiro grande traço característico da sociedade simples no direito brasileiro é ser o regramento desta a base para todas as demais sociedades, contendo normas e princípios societários aplicáveis a todos os outros tipos societários. Tal característica tem origem no próprio desenvolvimento da sociedade simples, que desde o primeiro diploma legal em que foi prevista (Código Suíço das Obrigações de 1911) foi pensada para ser um tipo residual de sociedade, para os casos em que a conformação contratual da sociedade não encontrava guarida em nenhum outro tipo societário previsto na lei.

No entanto, diferentemente dos países que a preveem como sociedade residual, a sociedade simples também é regida por normas que lhe são próprias, constituindo um tipo societário com regras e características próprias, o que pode gerar confusão quando se analisa o modelo societário frente aos congêneres em outros países. Em sendo assim, é necessário pontuar o que caracteriza a sociedade simples em contraposição às demais sociedades.

Com efeito, um primeiro elemento distintivo da sociedade simples é o ser uma sociedade não empresária, registrada no Registro Público de Pessoas Jurídicas e não submetida ao regime próprio das empresas em crise. Esse importante elemento está expresso no artigo 982 do Código Civil, que estabelece que, salvo as exceções expressas, “*considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais*”.

O próprio dispositivo faz referência aos elementos para que se considere uma sociedade empresária, requisitos que estão expressos no artigo 966, que considera “*empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou*

de serviços". Tal dispositivo é complementado pelo disposto no parágrafo único, que retira do regime do direito de empresa "quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores", excetuadas as hipóteses em que tal atividade constituir "elemento de empresa"³⁶.

É com base em uma leitura desses dispositivos que Alfredo de Assis Gonçalves atesta que o marco distintivo desse tipo societário é o exercício de uma atividade profissional intelectual que não possa ser caracterizada como uma atividade empresária, nos termos do parágrafo único do artigo 966. Dessa forma, "a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade intelectual pura, mesmo organizada, não será empresária, por maior que seja a sua organização, por mais intensa que seja sua produção, eis que atividade intelectual (literária, artística ou científica) não se inclui entre as atividades próprias do empresário"³⁷.

Cabe destacar, no entanto, que isso não se aplica nos casos em que a profissão intelectual exercida faz parte de um todo mais complexo, havendo produção e circulação de bens e serviços. Nessas circunstâncias, a sociedade será considerada empresária, mesmo que tenha em seus quadro de atividades o exercício de alguma profissão liberal³⁸.

Por fim, cabe destacar que o regime de responsabilidade das sociedades simples é severo, na medida em que os artigos 1.023³⁹ e 1.024⁴⁰ estabelecem que os sócios respondem ilimitada, subsidiaria e proporcionalmente pelas dívidas sociais, salvo estipulação de solidariedade entre os sócios, o que constitui um agravamento no regime de responsabilidade ilimitada em questão.

Considerando que os agentes autônomos que se registram como pessoas jurídicas podem, utilizando-se da faculdade prevista no artigo 983, formatar a sociedade simples de modo a prever a limitação da responsabilidade dos sócios, os auditores independentes são os únicos participantes de mercado que estão sujeitos a um regime de responsabilidade mais gravoso, na medida em que não estão autorizados a realizar essa formatação, nos termos da regulamentação da CVM.

Dessa forma, uma vez analisados os tipos societários no âmbito do mercado de capitais e suas respectivas características, é necessário investigar a origem dessa restrição e avaliar a sua pertinência.

³⁶ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*, Op. Cit., pp. 161-165.

³⁷ *Direito de Empresa*, Op. Cit., p. 164.

³⁸ Mais uma vez, a lição de Alfredo de Assis Gonçalves Neto é precisa: "Será empresária, porém, a sociedade que tiver por objeto, além do exercício de uma profissão intelectual, outra atividade organizada de produção ou circulação de bens ou de serviços, por quanto a atividade intelectual em tal caso caracteriza-se como elemento (parte integrante) da outra que a absorve, recaindo, por isso na ressalva da parte final do art. 966, parágrafo único, do Código Civil" *Direito de Empresa*, Op. Cit., pp. 164-165.

³⁹ "Art. 1.023. Se os bens da sociedade não lhe cobrirem as dívidas, respondem os sócios pelo saldo, na proporção em que participem das perdas sociais, salvo cláusula de responsabilidade solidária."

⁴⁰ "Art. 1.024. Os bens particulares dos sócios não podem ser executados por dívidas da sociedade, senão depois de executados os bens sociais."

4. A exceção da auditoria independente no mercado de capitais brasileiro

(a) A atividade de auditoria simples e a exigência da adoção do modelo da sociedade simples

Há certo consenso na literatura especializada acerca da importância fundamental da auditoria independente no regular funcionamento do mercado de capitais brasileiro, visto que esses participantes têm a prerrogativa de zelar pela fidedignidade das informações contábeis e financeiras divulgadas pelos emissores de valores mobiliários, principalmente as companhias abertas. A despeito das informações contábeis serem sujeitas a variados níveis de interpretação, elas devem ser elaboradas e apresentadas com o cuidado devido, na medida que devem ser o espelho econômico-financeiro da companhia e a suspeita em relação a sua consistência pode representar a disseminação de informações imprecisas e até falsas para o mercado⁴¹.

Esta visão reflete-se na regulamentação da atividade pela CVM⁴², que na Nota Explicativa à Instrução CVM n.º 308 de 14 de maio de 1999 (ICVM 308/99), destaca que a “figura do auditor independente como elemento imprescindível para a credibilidade do mercado e como instrumento de inestimável valor na proteção dos investidores, na medida que a sua função é zelar pela fidedignidade e confiabilidade das demonstrações contábeis da entidade auditada”.

A ICVM 308/99 é a principal norma que regulamenta o exercício dessa atividade no âmbito do mercado de capitais, consolidando uma série de normas até então existentes e trazendo diversas normas que dizem respeito ao registro dos auditores (pessoas físicas e jurídicas), os deveres que lhe são impostos, regras acerca do controle de qualidade externo e interno, rotatividade na contratação dos auditores independentes, exame de qualificação técnica, estabelecimento de um programa de educação continuada e vedações específicas com o fim de evitar conflitos de interesses entre

⁴¹ Para um aprofundamento acerca das funções da auditoria independente no mercado financeiro e de capitais, Cf. FAVERO, Fabricio. *Responsabilidade Civil dos Auditores Independentes – Uma análise da sua função e critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Almedina, 2018, pp.82-91, PEREIRA, Alexandre Demetrios. *A Auditoria Externa e as Demonstrações Contábeis no Direito Comercial*. São Paulo: Tese de Doutorado – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (Orientador: Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa), 2010, pp.87-96.

⁴² É necessário destacar, no entanto, que a CVM não é o único órgão regulador da atividade de auditor independente, sendo essa atividade exercida, também, pelo Banco Central do Brasil (BCB), pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON). Tendo em vista que o foco deste trabalho é destacar a regulamentação da atividade dos auditores independentes no âmbito do mercado de capitais, maior atenção será dada às normas da CVM, fazendo-se referências às demais para subsidiar a compreensão da regulamentação no âmbito do mercado de capitais. Cf. PEREIRA, Alexandre Demetrios. *A Auditoria Externa e as Demonstrações Contábeis no Direito Comercial* Op.Cit. p.106.

auditor e empresa auditada⁴³.

Para fins da análise ora proposta, têm especial relevância as normas que dizem respeito ao registro do auditor independente para fins de sua atuação no mercado de valores mobiliários, sobretudo os auditores pessoas jurídicas, que a ICVM 308/99, em seu artigo 4º, inciso I estabelece, peremptoriamente, que a pessoa jurídica deverá “estar inscrita no Registro Civil das Pessoas Jurídicas, sob a forma de sociedade simples pura, constituída exclusivamente para prestação de serviços profissionais de auditoria e demais serviços inerentes à profissão de contador”.

Conforme visto acima, além de trazer o regramento básico e principiológico aplicável a todos os demais tipos societários, a sociedade simples é um tipo autônomo destinado ao desempenho de uma atividade comum não-empresária que tem como uma de suas principais características a responsabilidade ilimitada, subsidiária e proporcional à participação de cada sócio. A responsabilidade ilimitada serve como reforço de garantia aos credores sociais, na medida em que poderão recorrer diretamente ao patrimônio dos sócios caso os bens da sociedade não sejam suficientes para satisfação do direito de crédito que têm contra a sociedade.

Esse escopo de resguardo patrimonial está na claramente contido na determinação, pela ICVM 308/99, da obrigatoriedade da adoção da sociedade simples como única estrutura societária admissível para as pessoas jurídicas que auditem as demonstrações contábeis de emissores de valores mobiliários.

A Nota Explicativa a essa instrução reforça essa ideia ao estabelecer que seria “recusado o pedido de sociedades que, embora se constituam sob a forma de sociedade civil, tenham em seu contrato social expressões do tipo ‘limitada’, ‘por quotas de responsabilidade limitada’, ‘a responsabilidade dos sócios está limitada ao montante do capital social’, ou que se subordinem a lei ou decreto pertinente a outros tipos de sociedades, como a das sociedades por quotas de responsabilidade limitada”⁴⁴.

A reflexão que se impõe relativamente ao modelo vigente é a sua adequação diante dos inegáveis avanços e evoluções que a atividade de auditoria independente experimentou no Brasil nos últimos anos, tendo-se em consideração a origem da imposição desse modelo societário aos auditores independentes e a forma que outros países têm tratado a matéria.

⁴³ Para maiores detalhes acerca das características da ICVM 308/99, bem como de toda a história da regulação da atividade de auditor independente no Brasil, além da Nota Explicativa à instrução, ver também NIYAMA, Jorge Katsumi et al. *Evolução da Regulação da Auditoria Independente no Brasil: Análise crítica, a partir da Teoria Da Regulação*, in *Advances in Scientific and Applied Accounting*. São Paulo: v.4, n.2, 2011, pp.142-143 e pp.138-151, respectivamente.

⁴⁴ Mais recentemente, o Relatório de Audiência Pública da Instrução CVM nº 591 de 26 de outubro de 2017, que trouxe modificações pontuais na ICVM 308/99, reforçou essa concepção. Ao responder uma proposta de ajuste no texto do artigo 4º, inciso I da ICVM 308/99, a Autarquia esclareceu que “as atuais exigências estabelecidas pelo art. 4º da ICVM 308/99 mostram-se razoáveis, dentro dos limites traçados pelo Código Civil, haja vista que consistem em mais um instrumento de garantia aos investidores no âmbito do exercício da auditoria independente, dada a essencialidade da atividade e a necessidade de manutenção da higidez e confiabilidade para o mercado de valores mobiliários” (reforços gráficos não originais).

b) A origem da imposição do modelo de sociedade simples

Conforme apontam Jorge Katsumi Niyama et al.⁴⁵, a regulação da atividade de auditoria independente no Brasil tem origem na década de 60, com a edição da Lei 4.728 de 14 de julho de 1965, que determinou que os mercados financeiro e de capitais seriam disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e fiscalizados pelo BCB. Exercendo a sua competência regulamentar, o CMN editou a Resolução nº 7, de 13 de setembro de 1965 (Resolução 7), que determinava, em seu inciso I que poderiam “*requerer registro como auditores independentes, para todos os fins da Lei nº 4.728, de 14.7.65, as pessoas jurídicas de direito privado que tenham por objeto social a prestação de serviços de auditoria*” (reforços gráficos não originais).

Ou seja, a primeira norma que versa sobre o registro de auditores independentes no âmbito do mercado de capitais brasileiro não exigia um tipo societário específico para o registro do auditor independente pessoa jurídica, sendo a regulação abrangente, na medida em que permitia o registro de qualquer pessoa jurídica de direito privado. Tal situação irá ser alterada no início da década de 70.

Com efeito, a expansão que o mercado de capitais sofreu nesse período, com demanda de investidores que não conheciam os riscos inerentes a esse mercado, os poucos mecanismos de controle e a falta de meios para a comprovação da fidedignidade das informações repassadas pelas companhias abertas, fizeram com que o mercado passasse por um período de crise, levando a uma queda acentuada das bolsas de valores de São Paulo e Rio de Janeiro⁴⁶. Como resposta a essa crise, os reguladores do mercado promulgaram uma série de normas, entre as quais deve-se dar o destaque à Resolução CMN nº 220 de 10 de maio de 1972.

Essa norma, modificando o regime estabelecido pela Resolução 7, passou a prever expressamente que o “*Banco Central do Brasil, para todos os fins previstos na Lei nº 4.728, de 14.7.65, e neste Regulamento, poderá registrar como auditores independentes, desde que satisfeitas as condições aqui previstas, pessoas físicas ou jurídicas, estas constituídas sob a forma de sociedade civil personificada, com o exclusivo objeto de prestação de serviços de auditoria, admitidos, subsidiariamente, apenas serviços contábeis correlatos*” (reforços gráficos não originais).

Sendo a sociedade civil a precursora, no Código Civil de 1916, da sociedade simples, a Resolução 220/72 foi a primeira norma que estabeleceu a obrigatoriedade do registro do auditor

⁴⁵ NIYAMA, Jorge Katsumi et al. *Evolução da Regulação da Auditoria* op.cit. p. 138.

⁴⁶ NIYAMA, Jorge Katsumi et al. *Evolução da Regulação da Auditoria* op.cit. p. 139.

independente com esse tipo societário. Essa abordagem regulatória permaneceria no direito brasileiro até os nossos dias⁴⁷.

Dessa análise, é importante destacar o contexto em que tal modificação foi realizada, uma vez que a evolução da regulamentação vigente aponta para um modelo mais rigoroso em termos de responsabilidade civil oriundo de um período de crise, momento em que, pressionados a darem respostas ao mercado e à sociedade, os reguladores tendem a emanar normas mais rigorosas, não havendo dúvida de que a imposição de um tipo societário que estabelece um regime de responsabilidade mais severo é fruto de uma abordagem regulatória mais incisiva⁴⁸.

(c) Análise da exigência regulatória frente à regulação do Código Civil

Conforme visto acima, a sociedade simples é um tipo societário desenvolvido para atividades de natureza intelectual científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, e que não tenham um caráter empresarial (elemento de empresa), por força de uma leitura conjunta dos artigos 966 e 982 do Código Civil. Na medida em que estabelece, de forma obrigatória, a adoção da sociedade simples, cabe a indagação se a atividade de auditoria independente se coaduna com esse modelo.

Nesse sentido, as reflexões de Alexandre Demetrius Pereira são de grande auxílio, na medida em que se propõem a analisar a natureza da atividade de auditoria independente.

No que toca ao primeiro ponto, o referido autor não tem dúvidas em classificar as atividades de auditoria no rol das atividades de cunho intelectual, por ser uma atividade específica da profissão de contador, alinhada, portanto, às demais profissões liberais, tais como arquitetura, advocacia e outras em que o profissional pode optar pela prestação de serviço autônomo ou dentro de uma

⁴⁷ A evolução da matéria comprova essa afirmação. Com o deslocamento da competência para a CVM na regulação do mercado de valores mobiliários, a Autarquia editou, em 1978, a Instrução CVM n.º 4, de 24 de outubro de 1978, que determinava em seu Inciso II, que o “registro de Auditor Independente na comissão de Valores Mobiliários é privativo do Contador ou equiparado legal e da sociedade civil constituída exclusivamente para prestação de serviços profissionais de auditoria e demais serviços inerentes à profissão de contador”, sendo que na Nota Explicativa n.º 4/78, reforçava essa obrigatoriedade ao estabelecer que “as Normas ora expedidas exigem, para efeito de registro, que as sociedades sejam constituídas sob a forma de sociedade civil (vedada, portanto, qualquer forma de sociedade comercial, inclusive a por quotas de responsabilidade limitada) e que incorporem ao respectivo contrato social ou ato constitutivo equivalente, a cláusula de responsabilidade solidária e ilimitada. Para as sociedades já existentes, concede-se um prazo de 12 meses para a adaptação à nova regra, sob pena de ser automaticamente cancelado o registro.” Na mesma linha, a Instrução CVM n.º 203 de 07 de dezembro de 1993, que revogou a Instrução n.º 4, estabeleceu que a pessoa jurídica interessada em prestar serviços de auditoria independente no âmbito do mercado de capitais brasileiro deveria “estar inscrita no Registro Civil das Pessoas Jurídicas, sob a forma de sociedade civil, constituída exclusivamente para prestação de serviços profissionais de auditoria e demais serviços inerentes à profissão de contador”. Conforme já visto anteriormente, essa redação seria reproduzida na ICVM 308/99 e ratificada no âmbito das modificações trazidas pela ICVM 591/17.

⁴⁸ Esse movimento em direção a um recrudescimento da severidade regulatória em tempos de crise é apontada em NIYAMA, Jorge Katsumi et al. *Evolução da Regulação da Auditoria* op.cit. p. 131 e p.147, e também em PEREIRA, Alexandre Demetrius. *A Auditoria Externa e as Demonstrações Contábeis no Direito Comercial* op.cit. pp.87-96.

estrutura maior (em geral, escritórios)⁴⁹. Assim, por essa primeira caracterização, a atividade de auditoria independente poderia ser exercida por uma sociedade simples sem que isso fosse incoerente com o tipo societário adotado.

No entanto, quando se indaga acerca do exercício dessa atividade constituir “elemento de empresa”, o que, nos termos do artigo 966 do Código Civil, traz o regime jurídico da empresarialidade para a atividade em questão, a primeira impressão acerca da coerência com o tipo societário adotado se desvanece

A discussão do que vem a ser o chamado “elemento de empresa” gera amplos debates na doutrina brasileira desde a edição do Código Civil brasileiro, sendo que tais discussões remontam à edição do Código Civil Italiano de 1942, diploma que serviu, nessa matéria, de inspiração para o nosso direito positivo.

Não se detendo nesse debate, Alexandre Demetrius Pereira aponta duas interpretações que explicam o que vem a significar o “elemento de empresa”. A primeira estabelece que a mera organização dos fatores de produção da atividade intelectual já reveste de complexidade a atividade, retirando-lhe o caráter pessoal de sua prestação⁵⁰.

Outra interpretação à expressão, que contraria essa primeira, postula, recorrendo à doutrina italiana e à própria estrutura do Código Civil Italiano, que terá elemento de empresa a atividade intelectual que é exercida no contexto de uma atividade mais complexa. Nesse sentido, o exemplo do médico trazido por Sylvio Marcondes é didático e esclarecedor: um determinado médico que realiza suas atividades (consultas, diagnósticos, operações etc.) está prestando um serviço de natureza intelectual, próprio de sua profissão e, ao fazê-lo isoladamente, não está exercendo atividade empresária; no entanto, se organiza os fatores de produção de forma complexa, agregando o trabalho de diversos outros colaboradores, tais como enfermeiros e outros médicos o que resulta na fundação de um hospital, então a sua atividade médica será só um dos elementos da atividade mais complexa do hospital, que pode ser considerada

⁴⁹ Para reforçar o caráter intelectual da atividade de auditoria e o seu pertencimento à profissão de contador, o autor cita em nota o artigo 25, alínea “c” do Decreto 9.295 de 1946, que vale a pena ser reproduzido: “São considerados trabalhos técnicos de contabilidade perícias judiciais ou extra-judiciais, revisão de balanços e de contas em geral, verificação de haveres revisão permanente ou periódica de escritas, regulações judiciais ou extra-judiciais de avarias grossas ou comuns, assistência aos Conselhos Fiscais das sociedades anônimas e quaisquer outras atribuições de natureza técnica conferidas por lei aos profissionais de contabilidade”

⁵⁰ Nas palavras de Alfredo de Assis Gonçalves Neto, essa interpretação se baseia na expressão “elemento de empresa” para afirmar que o “exercício de atividade intelectual estruturada e organizada, produzida em volume expressivo, caracteriza a pessoa que a exerce como empresário”. Cf. Direito de Empresa, Op. Cit., p. 83.

uma atividade empresária. Nesse sentido, o seu exercício da medicina é um elemento da organização empresarial, ou seja, um elemento de empresa⁵¹.

Independentemente da interpretação que se confira à parte final do parágrafo único do artigo 966 do Código Civil, a atividade de auditoria independente deve ser considerada como atividade empresarial, seja porque, cada vez mais, a auditoria externa é uma atividade dotada de extrema complexidade, o que exige estruturas cada vez mais especializadas e serviços prestados numa base impessoal, seja porque não existe uma vedação fora do âmbito da regulamentação da CVM da sociedade que presta serviços de auditoria prestar outros serviços especializados, conforme se verá a seguir⁵².

Nessa linha de raciocínio, considerando que a atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de capitais no Brasil é prestada, em sua maioria, por grandes estruturas organizacionais, é difícil não reconhecer o caráter empresarial dessa prestação de serviços de acordo com as interpretações do artigo 966 do Código Civil. Tal constatação tem por consectário o reconhecimento da inadequação do modelo societário da sociedade simples no que toca à própria caracterização que o Código Civil faz desse tipo societário, caracterizando-a como uma atividade não empresária.

(d) Análise da exigência regulatória frente à regulação do CFC

Já foi mencionado que as normas da CVM não são as únicas que regulamentam a atividade de auditoria independente no Brasil. Ao lado das normas provenientes do regulador do mercado de capitais brasileiro, estão as normas que regulamentam a profissão de contador e os serviços prestados por esses profissionais, conforme emanadas pelo CFC.

⁵¹ MARCONDES, Sylvio, Questões de Direito Mercantil. São Paulo: Saraiva, 1977, p.11. Alfredo de Assis Gonçalves endossa tal interpretação, afirmando que sujeita-se “às disposições do direito de empresa e, portanto, considera-se empresário o intelectual que contribui com o seu trabalho profissional para a feitura ou a circulação de um produto ou serviço diverso e mais complexo do que aquele que se insere em sua habilitação – situação em que se encontram, dentre outros, (i) o contabilista em uma atividade consultoria, cujos contornos exigem auditoria, marketing etc., (ii) o médico que agrupa à prática da medicina um spa, onde ao seu paciente oferece repouso e refeições, (iii) o veterinário que, além do seu ofício, hospeda animais nas viagens de seus donos, (iv) o engenheiro calculista que mantém um empreendimento de construção civil, (v) um técnico em informática que agrupa à sua atividade intelectual a exploração comercial de softwares e assim por diante” Direito de Empresa, Op. Cit., p. 85.

⁵² Vale aqui a reprodução da conclusão de Alexandre Demetrios Pereira: “Adotando a interpretação segundo a qual a expressão supracitada se refere à organização complexa dos fatores de produção, que substitui a pessoalidade da prestação dos serviços em caráter intelectual, é forçoso admitir que a atividade de auditoria pode ser (e o é na realidade) explorada de forma empresária. Aliás a extensão e complexidade da matéria auditada nos dias de hoje (envolvendo companhias de grande porte, instituições financeiras, de previdência, etc.) obrigam que a auditoria seja cada vez mais prestada de forma organizada, impessoal e de maneira institucionalizada. Se, por outro lado, adotarmos a interpretação antes mencionada, que entende que a atividade intelectual será elemento de empresa quando for parte de um objeto empresarial maior, também será imperioso concluir que a atividade de auditoria pode ser efetividade de maneira empresarial”. A Auditoria Externa e as Demonstrações Contábeis no Direito Comercial Op.Cit. p.169.

Nesse contexto, cabe destacar que existe uma tendência na regulação brasileira da atividade de auditoria independente desde o final dos anos 2000 em promover uma harmonização das normas de auditoria com as normas emanadas em âmbito internacional⁵³, o que leva também a uma análise da convergência das normas emanadas pelos órgãos profissionais com as normas promulgadas pelos reguladores. Contudo, o que se observa, no tocante à exigência de tipo societário específico, um total descompasso entre as normas emitidas pelo CFC e aquelas emitidas pela CVM.

Com efeito, enquanto, desde 1972, a CVM estabelece a obrigatoriedade da adoção do modelo da sociedade civil (sociedade simples) para a prestação de serviços no âmbito do mercado que regulamenta, o CFC tem um modelo acentuadamente mais liberal nesse particular, abrindo a possibilidade para que as pessoas jurídicas que prestem esse serviço possam se registrar nesse órgão sob a forma de sociedades empresárias.

Tal possibilidade está expressa no artigo 2º da Resolução CFC n.º 1.300 de 24 de abril de 2012 (Resolução CFC 1.300/12), que estabelece a possibilidade do registro cadastral das organizações contábeis nas seguintes categorias:

§ 1º - De Responsabilidade Individual:

(...)

II – do Microempreendedor Individual;

III – do Empresário Individual; e

IV – da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada.

§ 2º De Responsabilidade Coletiva:

I – da Sociedade Simples Pura Limitada ou Ilimitada; e

II – da Sociedade Empresária Limitada.

O §4º da referida norma estabelece ainda que para o efeitos da Resolução CFC 1.300/12, consideram-se Organizações Contábeis de Responsabilidade Coletiva: “I – (...) *Sociedade Simples Pura Limitada ou Ilimitada: pessoa jurídica constituída por profissionais da Contabilidade, sob a forma de sociedade de responsabilidade limitada ou ilimitada, que execute, exclusivamente, atividades contábeis, vedada qualquer forma, característica, práticas mercantis e de atos de comércio; e II – (...) Sociedade Empresária de Responsabilidade Limitada: pessoa jurídica constituída sob a forma de sociedade de responsabilidade limitada, que execute atividades contábeis, com sua constituição registrada na Junta Comercial*”.

⁵³ “Considerando a internacionalização dos mercados e o avançado processo de harmonização das normas contábeis, ganhou força o argumento de que também se deve buscar uma uniformização das diversas normas nacionais de auditoria, de forma a facilitar a comunicação dos investidores potenciais que se espalham pelos diversos continentes”. NIYAMA, Jorge Katsumi et al. *Evolução da Regulação da Auditoria* op.cit. p. 134.

A regulamentação do CFC deixa claro que as pessoas jurídicas que prestem serviços de natureza contábil, tais como os serviços de auditoria, podem ser constituídas sob a forma (i) de uma sociedade simples limitada que não contenha um elemento de empresa, possibilidade expressamente vedada na regulamentação da CVM; e (ii) sociedade empresária de responsabilidade limitada.

É importante destacar que as normas do CFC são mais abrangentes do que as normas da CVM, sendo que estas incidem, nos termos do artigo 26 da Lei 6.385/76, somente sobre aquelas sociedades de auditoria que pretendam auditar “*as demonstrações financeiras de companhias abertas e das instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários*”. Nessa linha de raciocínio, poder-se-ia argumentar que a imposição de um modelo societário com um regramento de responsabilidade mais severo no âmbito do mercado de capitais estaria relacionado com a necessidade de conferir maior garantia aos investidores, princípio que, conforme já exposto, orientou a adoção dessa medida pelo regulador brasileiro⁵⁴.

No entanto, conforme se verá a seguir, a exigência do regulador brasileiro está em dissonância não só com as normas do CFC, mas também com as normas que integram a regulação da atividade de auditoria independente em outros países.

(e) Análise da exigência regulatória frente à regulação internacional da matéria

O debate em torno da responsabilidade civil dos auditores independentes é mais amplo do que a consideração acerca do modelo societário aplicável às sociedades de auditores, havendo ampla e atual discussão acerca do estabelecimento de limites objetivos de indenização em caso de responsabilidade civil (*liability caps*), sendo que a discussão ainda traz reflexões profundas acerca do custo da viabilidade de contratação de seguros para os casos de falha no exercício de suas funções e, ainda, sobre uma indesejada concentração no mercado de prestadores de serviços de auditoria independente.

É nesse contexto que foi emitida, pela Comissão Europeia, a Recomendação nº 5/VI/2008, que traz orientações acerca da responsabilidade civil de auditores independentes. A principal recomendação presente no documento da Comissão é a limitação da responsabilidade dos auditores independentes, com exceção dos casos em que há dolo na violação dos deveres profissionais pelos auditores independentes⁵⁵.

⁵⁴ Alexandre Demetrios Pereira aponta, ainda, o argumento de que a responsabilidade subsidiária e solidária do modelo regulatório brasileiro enseja maior cuidado por parte dos auditores independentes no âmbito do exercício de sua profissão. *A Auditoria Externa e as Demonstrações Contábeis no Direito Comercial* Op.Cit. p.174.

⁵⁵ “The civil liability of statutory auditors and of audit firms arising from a breach of their professional duties should be limited except in cases of intentional breach of duties by the statutory auditor or the audit firm” Commission Recommendation of 5/VI/2008, Brussels, item 2, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/liability/recommendation_en.pdf. Acesso em 08.09.2018.

A Recomendação europeia não estabelece um método obrigatório para todos os países membros da União Europeia na determinação da limitação da responsabilidade dos auditores independentes, recomendando os seguintes métodos: (i) a imposição de um limite financeiro máximo ou o estabelecimento de uma fórmula que permita a quantificação desse limite máximo⁵⁶; (ii) o estabelecimento de uma série de princípios que estabeleça que a empresa de auditoria será responsável nos limites de sua contribuição para o dano causado e não seja responsabilizada ilimitada e solidariamente com outros causadores de danos⁵⁷; e (iii) a abertura da possibilidade que o limite indenizatório seja regulado pelas partes contratualmente⁵⁸.

Essa Recomendação foi precedida de uma série de estudos que visavam entender o mercado de auditoria independente de uma forma abrangente, sobretudo a atuação das grandes firmas de auditoria frente às empresas de auditoria de menor porte. Nesse sentido, ao emitir o documento, a Comissão Europeia deixou claro que seu objetivo era garantir a competitividade desse mercado em um nível internacional, uma vez que a combinação da possibilidade de responsabilização com indenizações em grande quantia aliada à dificuldade de contratação de seguros de responsabilidade civil para os auditores independentes constituíam barreiras objetivas a entrada e permanência de empresas de auditoria de menor porte⁵⁹⁻⁶⁰.

⁵⁶ “establishment of a maximum financial amount or of a formula allowing for the calculation of such an amount” Commission Recommendation of 5/VI/2008, item 5(a).

⁵⁷ “establishment of a set of principles by virtue of which a statutory auditor or an audit firm is not liable beyond its actual contribution to the loss suffered by a claimant and is accordingly not jointly and severally liable with other wrongdoers” item 5(b).

⁵⁸ “provision allowing any company to be audited and the statutory auditor or audit firm to determine a limitation of liability in an agreement” item 5(c)

⁵⁹ “Liability reform is an international issue where Member States should take action. It is in the public interest to ensure sustainable audit capacities and a competitive market for audit firms at international level. In the light of the current audit market structure, liability risks arising from the increasing litigation trend combined with insufficient insurance cover may deter auditors from providing audit services for listed companies. If these structural obstacles (liability risks/lack of insurance) persist, mid-tier audit firms are unlikely to become a major alternative to the “Big 4” audit networks¹ on European capital markets. But there is also a risk of losing some of the existing players. One of the reasons might be that catastrophic claims cause the collapse of one of the major audit networks. More details are given in the related impact assessment”. MEMO/08/366, Commission Recommendation on limitation of auditors’ liability: Frequently asked questions, Brussels, 6 June 2008, Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-08-366_en.pdf. Acesso em 09.09.2018.

⁶⁰ É necessário destacar, no entanto, que embora o risco de responsabilização seja reconhecido como uma barreira à entrada de novos entrantes, este não é o principal risco de acordo com os estudos que precederam a emissão da recomendação Europeia. Em um dos mais amplos e importantes estudos feitos sobre a matéria (London Economics de 2006), as principais barreiras no mercado de auditoria independente foram (i) a reputação das maiores empresas de auditoria; (ii) a capacidade de prestação de serviços em uma esfera geográfica mais ampla; e (iii) a inércia dos clientes ao escolherem os seus auditores independentes. LONDON ECONOMICS in association with Professor EWERT, Ralf. *Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regimes - Final Report To EC-DG Internal Market and Services*, September, 2006, p. 44. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/liability/auditors-final-report_en.pdf. Acesso em 09.09.2018.

Os estudos e as normas comunitárias europeias apontam, assim, para uma alteração na estrutura regulatória da atividade de auditoria independente que visa, precisamente, à limitação da responsabilidade desses importantes participantes do mercado, com o fim de promover um mercado mais competitivo e que, ao mesmo tempo, mantenha viável a exploração dessa atividade econômica. Muitas discussões em nível legislativo e acadêmico giram em torno dos efeitos econômicos dessas medidas de limitação de responsabilidade, tais como os *liability caps*.

Nessa esteira de entendimento, é curioso notar que a discussão em torno do modelo societário das sociedades de auditoria na Europa não está em debate, precisamente porque a maior parte dos países membros da União Europeia já permite a adoção de estruturas societárias que permitam a limitação da responsabilidade de seus sócios. Nesse sentido, de grande ajuda para a compreensão do tema foi um estudo datado de 1999 em que foi feito um levantamento de todos os países membros da União Europeia e as respectivas opções de escolha de estruturas societárias nas normas regulamentares daqueles países⁶¹. O resultado está contido na tabela abaixo:

Tabela 2: Tipos societários disponíveis para as empresas de auditoria na União Europeia

País	Tipo societário da organização desempenhando a atividade de auditoria independente	Responsabilidade dos sócios
Aus	<i>Aktiengesellschaft</i>	Limitada
	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>	Limitada
	<i>Kommanditgesellschaft</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Kommanditerwerbsgesellschaft</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Offene Erwerbsgesellschaft</i>	Ilimitada
	<i>Offene Handelsgesellschaft</i>	Ilimitada
Bel	<i>Société en nom collectif</i>	Ilimitada
	<i>Société privée à responsabilité limitée</i>	Limitada
	<i>Société coopérative</i>	Limitada/Ilimitada
Din	<i>Interessentskab</i>	Ilimitada
	<i>Aktieselskab</i>	Limitada
	<i>Anpartsselskab</i>	Limitada
Fin	<i>Avoim yhtiö</i>	Ilimitada
	<i>Kommandiitti-yhtiö</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Osakeyhtiö</i>	Limitada
Fra	<i>Société civile professionnelle ou société d'exercice liberal</i>	Ilimitada
	<i>"Société anonyme" ou "société à responsabilité limitée"</i>	Limitada

⁶¹ EUROPEAN COMMISSION, *A study on systems of civil liability of statutory auditors in the context of a Single Market for auditing services in the European Union*, pp.76-77. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/liability/auditliability_en.pdf. Acesso em 09.09.2018. Tal estudo também está reproduzido e analisado em PEREIRA, Alexandre Demetrius A Auditoria Externa e as Demonstrações Contábeis no Direito Comercial Op.Cit. pp.174-177.

Ale	<i>Aktiengesellschaft</i>	Limitada
	<i>Kommanditgesellschaft auf Aktien</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>	Limitada
	<i>Offene Handelsgesellschaft</i>	Ilimitada
	<i>Kommanditgesellschaft</i>	Ilimitada
	<i>Partnerschaftsgesellschaft</i>	Ilimitada
Gre	<i>Omorrythmos Etairia</i>	Ilimitada
	<i>Eterorrythmos Etairia</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Etaireia Periorismenis Euthinis</i>	Limitada
	<i>Anonymi Etairia</i>	Limitada
Irl	<i>Partnership</i>	Ilimitada
Ita	<i>Societa Semplice</i>	Ilimitada
	<i>Societa in Nome Collectivo</i>	Ilimitada
	<i>Societa in Accomandita Semplice</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Societa per Azioni</i>	Ilimitada
	<i>Societa in Accomandita per Azioni</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Societa a Responsabilita Limitata</i>	Limitada
Lux	<i>Société anonyme</i>	Limitada
	<i>Société à responsabilité limitée</i>	Limitada
	<i>Société civile</i>	Ilimitada
Hol	<i>Maatschap</i>	Ilimitada
	<i>Besloten Vennootschap met beperkte aansprakelijkheid</i>	Limitada
	<i>Naamloze Vennootschap</i>	Limitada
Por	<i>Sociedades Civis Profissionais</i>	Limitada
	<i>Sociedades Anonimas</i>	Limitada
	<i>Sociedades em Nome Colectivo</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Sociedades em Comandita</i>	Ilimitada
Esp	<i>Sociedad civil</i>	Ilimitada
	<i>Sociedad colectiva</i>	Ilimitada
	<i>Sociedad comanditaria</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Sociedad comanditaria por acciones</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Sociedad de responsabilidad limitada</i>	Limitada
	<i>Sociedad anonima</i>	Limitada
	<i>Sociedad cooperativa</i>	Limitada
Sue	<i>Kommanditbolag</i>	Ilimitada
	<i>Handelsbolag</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Aktiebolag</i>	Limitada
UK	<i>Partnership</i>	Ilimitada
	<i>Limited Partnership</i>	Limitada/Ilimitada
	<i>Public Limited Liability Company</i>	Limitada
	<i>Private Limited Liability Company</i>	Limitada

Conforme demonstra a tabela e ressalvado o regime português⁶², o modelo regulatório da maior parte dos países da Europa já permite a adoção de modelos societários que limitam a responsabilidade dos sócios, o que já é um elemento de limitação da responsabilidade dos profissionais que exercem essa atividade. Nesse sentido, é natural que o debate acerca da responsabilidade de auditores independentes já contenha outras reflexões que transcendam o questionamento acerca do tipo societário a ser adotado por tais organizações.

Outro elemento importante da regulação da atividade de auditoria independente na Europa é a imposição de contratação de seguro por parte dos auditores independentes. A tabela a seguir mostra os países cuja a legislação exige a contratação de seguro de responsabilidade civil⁶³:

Tabela 3: Obrigatoriedade de contratação de seguros nos países da União Europeia

País	A contratação de seguro é obrigatória?
Aus	Sim
Bel	Sim
Den	Sim
Fin	Não
Fra	Sim
Ger	Sim
Gre	Sim
Ire	Sim
Ita	Sim
Lux	Não
Ned	Não
Por	Sim
Esp	Sim
Sue	Sim
UK	Sim

Relacionando os dados das tabelas 1 e 2, é possível afirmar que a liberalidade dos ordenamentos jurídicos europeus em relação à escolha do tipo societário que será adotado tem por reflexo a requisição, na maioria dos países analisados, da contratação de seguro específico pelos

⁶² Conforme aponta Alexandre Demetrius Pereira, o regime em Portugal é semelhante ao regime brasileiro. Embora as normas permitam que as empresas de auditoria adotem outros tipos societários, a regulamentação pelo regulador do mercado de capitais português estabelece que os sócios dessas sociedades estão sujeitos à responsabilidade solidária e ilimitada *A Auditoria Externa e as Demonstrações Contábeis no Direito Comercial* Op.Cit. p.177, n. 220.

⁶³ EUROPEAN COMISSION, *A study on systems*, Op. Cit. p. 83. Uma tabela mais atualizada e completa com as mesmas informações está presente em LONDON ECONOMICS in association with Professor EWERT, Ralf. *Study on the Economic*, Op. Cit. pp. 94-96. A opção por mencionar a tabela constante no estudo de 1999 é para que pudesse ser mantida a comparação dos países que exigem a contratação de seguro para a atividade de auditoria com a tabela contendo os tipos societários disponível à atividade de auditoria independente na Europa.

auditores independentes, embora os estudos que precederam a divulgação da Recomendação europeia supracitada não estabeleçam que tal exigência decorra da flexibilidade na escolha dos tipos societários⁶⁴.

Embora a matéria requeira um estudo mais aprofundado, o que aqui foi exposto serve para mostrar a incompatibilidade do modelo regulatório brasileiro com o dos países que integram a União Europeia, que desde a década de 90 já apontam para a liberdade de constituição de uma sociedade de auditores com tipos societários que permitam a limitação da responsabilidade de seus sócios.

5. Conclusões

O levantamento dos tipos societários constantes na regulamentação do mercado de capitais brasileiro demonstrou que a maior parte das estruturas societárias previstas nas normas prevê a limitação da responsabilidade dos sócios, tema que compõe o estudo do ordenamento patrimonial do direito societário e é central no âmbito das sociedades empresárias.

Tal abordagem regulatória no âmbito do mercado de capitais não despropositada, na medida em que o desempenho das atividades nessa área traz riscos não somente aos investidores, mas também aos participantes que atuam nesse mercado, uma vez que estão sujeitos à responsabilidade administrativa da CVM, bem como responsabilidade civil por eventuais danos causados aos investidores.

A exceção a essa disciplina regulatória são as normas aplicáveis aos auditores independentes, na medida em que estes estão sujeitos a um regime severamente mais grave do que qualquer outro participante de mercado, incluindo os agentes autônomos de investimento, que também devem adotar o modelo de sociedade simples para realizar suas atividades.

⁶⁴ Ainda assim, o fundamento de tal exigência é o mesmo que subjaz a imposição de um tipo societário que estabeleça a responsabilidade ilimitada: a garantia da indenização por investidores que sofram prejuízo por conta da negligência profissional por meio de um compartilhamento de responsabilidade entre diferentes agentes. Ao realizar um amplo estudo sobre a contratação de seguros no mercado de auditoria independente, o estudo desenvolvido pela London Economics afirma que “*In a majority of Member States, the statutory audit is considered to be not only in the interest of the company, but also in the interest of the public, with a duty of care owed to both the company and third parties. As a result, any third party could seek to recover damages from the statutory auditor upon proving the elements of the liability claim (...)*” e, posteriormente, afirma que “*As a general statement, for the largest firms captive insurance is simply a timing mechanism that smoothes the effect of claim payments and for the other firms it has the additional important function of sharing risk with other policy holders who are members of the same network*” LONDON ECONOMICS in association with Professor EWERT, Ralf. *Study on the Economic*, Op. Cit. p. 78 e pp. 92-93, respectivamente. Nesse sentido, enquanto no modelo de responsabilidade ilimitada a garantia dos investidores de mercado é compartilhada pela sociedade de auditores e seus sócios, no modelo de contratação de seguros a garantia é compartilhada entre sociedade de auditores e a empresa seguradora.

O estudo realizado aponta que tal regramento sobre os auditores independentes merece maiores reflexões acerca da sua pertinência e continuidade. Isso pode ser afirmado na medida em que, conforme apontado:

- (i) a adoção do atual modelo foi feita em 1972, período de crise que, em regra, são momentos em que os reguladores endurecem as normas para poder proporcionar respostas à sociedade;
- (ii) a atividade de auditoria independente não pode ser caracterizada como sendo meramente intelectual, uma vez que a estrutura complexa de prestação de serviços dessas sociedades permite afirmar que a auditoria independente é um elemento de uma organização empresarial maior;
- (iii) as normas da CVM estão em desalinhamento com as normas do CFC, que regulamenta a profissão de contador e, por consequência, a de auditor, sendo o CFC já permite o registro de sociedades de auditoria como sociedades limitadas, por exemplo; e
- (iv) o modelo regulatório brasileiro já se encontra em descompasso com maior parte dos países da Europa, que já discute a limitação da responsabilidade dos auditores independentes em outro nível, na medida em que a sujeição a altas indenizações pode constituir barreiras de entrada para novas empresas e uma indesejada concentração de mercado na mão das maiores empresas de auditoria.

A revisão de um modelo regulatório demanda maiores aprofundamentos e diálogos com os principais participantes de mercado envolvidos, uma vez que o bom desempenho da atividade de auditoria independente interessa não só aos prestadores desse serviço, como também aos emissores de valores mobiliários e investidores, servindo o presente estudo como uma reflexão das normas vigentes e subsídio para eventuais alterações.

IV – APONTAMENTOS SOBRE A QUESTÃO DA DILIGÊNCIA NA RESPONSABILIZAÇÃO DE COMPANHIAS ABERTAS PELA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FALSAS OU IMPRECISAS AO MERCADO

Autor: Ricardo Villela Mafra Alves da Silva.

*Doutorando em Direito Empresarial pela UERJ.
Sócio de Couto Silva Advogados.*

RESUMO:

Este artigo tem como objetivo analisar a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. Para este fim, o artigo aborda a existência, no direito brasileiro, de dever legal de companhias abertas de divulgar informações ao mercado e direito subjetivo de investidores de terem acesso a informações. Em seguida, o artigo analisa a aplicação do artigo 186 da Lei nº 10.406/2002 e a questão da diligência na aferição de responsabilidade de companhias abertas por divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado.

Palavras-chave: Mercado de Valores Mobiliários; Responsabilidade Civil; Ato Ilícito; Informações Falsas ou Imprecisas; Diligência.

COMMENTS ON THE ISSUE OF DILIGENCE IN THE IMPOSITION OF LIABILITY TO PUBLIC COMPANIES FOR FALSE OR IMPRECISE INFORMATION DISCLOSED TO THE MARKET

ABSTRACT

This article has the objective of analyzing the issue of diligence in the liability of public companies for false or imprecise information disclosed to the market. For this purpose, this article addresses the existence, in the Brazilian law, of a legal duty of public companies to disclose information to the market and the right of investors to have access to information. Furthermore, this study analyzes the application of article 186 of Law No. 10,406/2002 and the issue of diligence in the assessment of liability of public companies for false or imprecise information disclosed to the market.

Key-words: Capital Markets; Civil Liability; Tort; False or Imprecise Information; Diligence.

1. INTRODUÇÃO

Este artigo tem como objetivo analisar a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. Para este fim, o trabalho buscará determinar se é possível estabelecer, no quadro legal e normativo do mercado de valores mobiliários: (i) um dever legal das companhias abertas de divulgar informações corretas e precisas ao mercado; e (ii) um direito subjetivo de investidores de ter acesso a informações a respeito das companhias abertas, os valores mobiliários de sua emissão e seus negócios.

A partir deste ponto, o estudo analisará se eventual falha da companhia aberta em divulgar informações corretas e precisas ao mercado dá ensejo à responsabilização civil. Neste sentido, serão abordados os seguintes aspectos: (i) a natureza desta responsabilidade civil (objetiva ou subjetiva); (ii) os contornos do ato ilícito, abordando questões acerca do tipo e materialidade da informação divulgada ao mercado e sua importância para atendimento da definição disposta no artigo 186 da Lei nº 10.406/2002; e (iii) os limites, significado e conteúdo do comportamento diligente na elaboração de informações a serem divulgadas ao mercado e sua importância na avaliação da aferição de eventual responsabilidade civil da companhia aberta no caso de a informação ser falsa ou imprecisa.

O método utilizado neste trabalho será hipotético-dedutivo e pautado em revisão de doutrina e jurisprudência. Assim, o estudo buscará estabelecer hipóteses a partir da literatura revisada e extrair conclusões com base nestas hipóteses.

2. O DEVER LEGAL DA COMPANHIA DE INFORMAR E O DIREITO SUBJETIVO DO INVESTIDOR À INFORMAÇÃO

Para que haja responsabilidade civil, é necessário que tenha havido violação de direito. Assim, antes de se abordar a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado, é importante analisar: (i) os motivos pelos quais há um dever legal da companhia aberta de informar; e, como consequência, (ii) os motivos pelos quais há um direito subjetivo do investidor à informação.

2.1 O dever da companhia aberta de divulgar informações ao mercado

A transparência é parte integral do bom funcionamento do mercado de valores mobiliários. Em um mercado eficiente, os preços dos ativos negociados refletem todas as informações públicas

a seu respeito, permitindo que o mercado emita sinais confiáveis para a alocação de recursos¹. A publicidade das informações e dos preços permitem que os investidores sejam tratados de forma equitativa.

No mercado de valores mobiliários, diferentes agentes negociam diariamente todo o tipo de títulos: ações, debêntures, notas promissórias, títulos da dívida pública, cotas de fundo de investimento, dentre vários outros. Em todas estas trocas, o preço é formado com base em informações públicas, que permitem ao investidor fazer uma projeção segura do retorno financeiro que o valor mobiliário poderá fornecer. A partir disso, cada investidor traça a sua estratégia para obter o maior retorno financeiro possível².

A transparência promove o bom funcionamento do mercado por dois motivos principais: (i) garante a confiança dos agentes econômicos nos mecanismos de troca e nas instituições do mercado³; e (ii) permite que o investidor tome decisões com conhecimento de seu risco e possibilidade de retorno em cada transação⁴.

A insuficiência e deficiência de informações prejudicam a confiança no funcionamento eficiente do mercado e causam alocação inadequada de recursos, levando os compradores, cautelosos e desconfiados, a descontar o preço de todos os ativos ofertados, por não terem certeza sobre a sua qualidade⁵.

¹ Segundo a formulação do economista Eugene Fama, investidores presumem que o preço de um valor mobiliário reflete todas as informações disponíveis a seu respeito. “In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms’ activities under the assumption that security prices at any time ‘fully reflect’ all available information. A market in which prices always ‘fully reflect’ available information is called ‘efficient’” (FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, Nova Iorque, vol. 25, p. 383-417, 1969. p. 383).

² James D. Cox classifica os principais tipos de investidores como “clássico”, “trader profissional”, “atirador de dardos” (*dart thrower*), “indexador” e “investidor de estilo”. O investidor clássico seria aquele que diligentemente processa todas as informações a respeito de um valor mobiliário antes de comprá-lo. O trader profissional seria aquele que usa métodos matemáticos (como algoritmos) para prever a performance de um ativo. O atirador de dardos adotaria uma estratégia aleatória de investimento, enquanto o indexador seria aquele que busca um retorno alinhado com algum tipo de index, como o S&P 500. Tanto o atirador de dardos, quanto o indexador, utilizariam a mesma premissa em seus investimentos: é impossível superar o mercado, pois os ativos já refletem em seu preço todas as informações disponíveis. Por fim, o investidor de estilo seria aquele que segue tendências de mercado, às vezes tentando se adiantar a tais tendências (COX, James D. Fraud on the market after Amgen. *Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy*, Durham, vol. 9, p. 101-130, 2013. p. 101-103).

³ “Nesse sentido, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações” (EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 18).

⁴ Ibidem. p. 19.

⁵ AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Nova Iorque, vol. 84, p. 488-500, 1970. p. 488-489.

De modo geral, pode-se afirmar que a obrigatoriedade da divulgação de informações cumpre diversas funções no mercado, como promover a eficiência informacional, permitir a tomada de decisão do investidor, reduzir custos advindos de conflitos de agência, promover a confiança do investidor no mercado de valores mobiliários, mitigar o problema da seleção adversa, facilitar a fiscalização por órgãos reguladores e autorreguladores e viabilizar o sistema de responsabilização de emissores, controladores, administradores e agentes intermediários que atuam no mercado de valores mobiliários⁶.

Em função da importância da informação, o direito brasileiro previu a necessidade de sua divulgação ao mercado. A Lei nº 6.385/1976 delegou à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) a competência para dispor sobre as informações que devem ser fornecidas como condição para a realização de ofertas públicas de valores mobiliários (artigo 19, §5º, II) e para o registro de companhia aberta (artigo 19, §6º).

Além de dispor sobre a obrigação de informar, a Lei nº 6.385/1976 também conferiu ao Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e à CVM diversos poderes e instrumentos para reprimir condutas direta ou indiretamente ligadas ao fornecimento defeituoso de informações e falta de transparência, delegando a estes órgãos competência para: (i) proteger investidores contra emissões irregulares, atos ilegais e negociação de valores mobiliários com uso de informação relevante não divulgada no mercado (artigo 4º, IV); (ii) coibir fraudes ou manipulação de mercado (artigo 4º, V); (iii) assegurar o acesso a informações relevantes sobre os valores mobiliários negociados no mercado e seus emissores (artigo 4º, VI); (iv) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas (artigo 4º, VII); (v) apurar, por meio de processo administrativo, “atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado” (artigo 9º, V); e (vi) definir “a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores” (artigo 18, II, “b”).

O dever das companhias de divulgar informações ao mercado foi objeto de diversas instruções editadas pela CVM.

Assim, por exemplo, a Instrução CVM nº 400/2003 dispõe sobre as informações que devem ser fornecidas ao mercado em emissões e ofertas públicas de valores mobiliários, contidas no prospecto e materiais da oferta. Estas informações dizem respeito não apenas à companhia emissora, mas também à oferta em si e às características dos valores mobiliários ofertados ao mercado⁷.

⁶ PITTA, André Grunspun. **O regime de informação das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 95-108.

⁷ O artigo 39 da Instrução CVM nº 400/2003 determina que o prospecto deve conter informações sobre: (i) a oferta; (ii) os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes; (iii) o ofertante; (iv) a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; (v) terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e (vi) terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

A Instrução CVM nº 480/2009, por sua vez, dispõe sobre as informações classificadas como periódicas e eventuais que companhias abertas devem divulgar ao mercado⁸. As informações periódicas compreendem diversos dados e documentos que devem ser divulgados pela companhia de forma recorrente, em determinadas épocas. Elas são fornecidas, por exemplo, no formulário cadastral, no formulário de referência, nas demonstrações financeiras, no formulário de demonstrações financeiras padronizadas, no formulário de informações trimestrais, dentre outros⁹. As informações eventuais, por sua vez, devem ser fornecidas nas hipóteses listadas nos artigos 30 (para emissores registrados na Categoria A) e 31 (para emissores registrados na Categoria B) da Instrução CVM nº 480/2009, inclusive na hipótese de fato relevante, cuja divulgação é objeto da Instrução CVM nº 358/2002.

Outras instruções dispõem sobre a divulgação de informações em situações específicas, como a Instrução CVM nº 476/2009, a respeito de ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, Instrução CVM nº 481/2009, a respeito de informações, pedidos públicos de procuraçāo, participação e votação a distância em assembleias, e Instrução CVM nº 565/2015, sobre operações societárias envolvendo companhias registradas na Categoria A, dentre diversos outros exemplos.

Em função da importância da transparéncia e tendo em vista o quadro legal e normativo que rege o mercado de valores mobiliários no Brasil, é possível afirmar que há, atualmente, um regime de divulgação obrigatória de informações ao qual as companhias abertas estão sujeitas¹⁰. Em outras palavras, as companhias abertas possuem efetivo dever legal de divulgar informações ao mercado.

2.2 O direito subjetivo do investidor à informação

Como decorrência lógica do dever de informar da companhia, deve-se concluir que o investidor possui direito subjetivo à informação correta e precisa. Além do fundamento normativo, o direito subjetivo dos investidores de acesso a informações encontra fundamento também nas bases teóricas a respeito do funcionamento do mercado. Uma destas bases teóricas é fornecida pela hipótese do mercado eficiente.

A formulação da hipótese está associada ao trabalho do economista Eugene Fama, cujos estudos buscaram demonstrar que o principal objetivo do mercado de capitais é promover a alocação da propriedade do capital e, para que esta finalidade seja alcançada, os preços devem

⁸ Artigo 13 da Instrução CVM nº 480/2009.

⁹ As informações periódicas que devem ser apresentadas por companhias emissoras estão listadas no artigo 21 da Instrução CVM nº 480/2009.

¹⁰ Neste sentido: PITTA, André Grünspun. Op. cit. p. 193-203.

dar indicações seguras de alocação de recursos¹¹. Neste sentido, investidores tomam decisões pressupondo que o preço dos ativos em negociação reflete inteiramente as informações públicas a seu respeito¹².

Além de elaborar um modelo teórico, Eugene Fama buscou provar empiricamente a sua tese. Para isso, utilizou três testes distintos: (i) o teste da forma fraca (*weak form*) da hipótese do mercado eficiente, no qual investidores têm acesso apenas a informações históricas acerca de preços; (ii) o teste da forma semiforte (*semi-strong form*) da hipótese do mercado eficiente, no qual observa-se a reação de preços a outras informações públicas como anúncios de resultados financeiros e operações societárias; e (iii) o teste da forma forte (*strong form*) da hipótese do mercado eficiente, onde se observa um cenário no qual um restrito grupo possui acesso monopolístico a informações relevantes¹³. O economista concluiu em seus estudos que as evidências que dão suporte à hipótese do mercado eficiente são abundantes e as evidências contrárias são esparsas¹⁴.

A hipótese do mercado eficiente foi abordada novamente por Eugene Fama em 1991, em estudo que visa incorporar à análise um modelo de equilíbrio e de precificação de ativos¹⁵. Os testes das formas fraca, semiforte e forte foram substituídos, respectivamente, pelo teste de previsibilidade de retorno (*test for return predictability*), estudos de evento (*event studies*) e teste para informação privada (*test for private information*)¹⁶. Estes testes tiveram como objetivo analisar a reação de preços a impactos informacionais. Fama encontra dificuldades metodológicas, especialmente no que diz respeito à explicação de retornos anormais no teste para informação privada e em variações de retornos esperados no teste de previsibilidade de retorno, mas conclui que os resultados do teste de estudos de evento fornecem evidência em suporte da hipótese do mercado eficiente¹⁷.

Em suma, em seus estudos, Eugene Fama demonstrou que, quando o mercado funciona de forma eficiente, o preço dos ativos refletirá todas as informações disponíveis a seu respeito. Isto, por sua vez, garantirá o tratamento equitativo dos investidores, contanto que todos tenham acesso às mesmas informações.

Nos Estados Unidos, o direito dos valores mobiliários incorporou as premissas da hipótese do mercado eficiente. No caso *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), a Suprema Corte norte-americana decidiu que, em pedidos de indenização por perdas sofridas por investidores em decorrência de divulgação de informação relevante incorreta, investidores poderiam se beneficiar

¹¹ FAMA, Eugene. Op. cit. p. 383.

¹² Ibidem.

¹³ Ibidem.

¹⁴ Ibidem. p. 416.

¹⁵ FAMA, Eugene. Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, Nova Iorque, vol. 46, p. 1575-1617, 1969. p. 1575-1576.

¹⁶ Ibidem. p. 1576-1577.

¹⁷ Ibidem. p. 1607-1610.

de uma presunção relativa de que pautaram as suas decisões na informação divulgada, partindo-se da premissa de que os preços refletem todas as informações publicamente disponíveis em mercados eficientes. À companhia restaria incumbir-se da difícil tarefa de provar que o mercado não é eficiente e, portanto, as informações divulgadas não estavam refletidas no preço das ações¹⁸.

Tanto a literatura econômica, como a jurisprudência norte-americana baseada no precedente contido em Basic, portanto, apoiam-se na ideia de que os ativos são precificados, no mercado de valores mobiliários, a partir das informações publicamente disponíveis. Consequentemente, a assimetria de informações e falta de transparência prejudicam o funcionamento eficiente do mercado, causando prejuízo aos investidores e dando ensejo a tratamento discriminatório de investidores, que pode levar a prejuízos a alguns e ganhos indevidos a outros. Em um ambiente informacional assimétrico, os investidores com melhor acesso a informações se colocariam em posição de vantagem no mercado, enriquecendo-se indevidamente às custas de investidores com acesso mais restrito a informações.

Como o enriquecimento sem causa é vedado no direito brasileiro (artigo 884 da Lei nº 10.406/2002) é possível vislumbrar que os investidores possuem direito subjetivo a informações a respeito dos valores mobiliários negociados no mercado, sendo que este direito subjetivo precede e dá substância ao dever de informar das companhias abertas.

3. A RESPONSABILIDADE DA COMPANHIA PELA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FALSAS OU IMPRECISAS

Ao negociar valores mobiliários no mercado, investidores tomam suas decisões com base em informações que lhe são disponibilizadas. Na sistemática da Lei nº 6.385/1976, as companhias abertas têm a obrigação de divulgar ao mercado diversas informações sobre sua governança, os valores mobiliários de sua emissão e seus negócios. Ao divulgar estas informações, as companhias influenciam diretamente na formação da vontade de investidores no sentido de comprar, vender ou manter seus valores mobiliários ou mesmo de exercer os seus direitos de sócio previstos na Lei nº 6.404/1976.

A informação falsa ou imprecisa pode produzir nos investidores um estado de erro, levando-

¹⁸ Alguns testes foram desenvolvidos pela jurisprudência norte-americana para verificar a existência de um mercado eficiente, como os testes utilizados em Cammer v. Bloom, 711 F.Supp. 1264 (1989) e Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467 (N.D. Tex. 2001). Estes testes, em geral, buscam verificar o nível de liquidez da ação, o comportamento de analistas e “market makers”, a reação do preço da ação a informações divulgadas, dentre outros fatores que buscam determinar se a estrutura do mercado permite inferir que os preços dos ativos refletem todas as informações disponíveis. Vide BEBCHUCK, Lucian A.; FERREL, Allen. *Rethinking Basic*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=2371304>>. Acesso em 10 de setembro de 2018. p. 27.

os a celebrar negócios que não fariam se tivessem as informações adequadas, ou que fariam em condições diferentes daquelas que foram pactuadas. Na dinâmica do mercado de valores mobiliários, a principal (senão única) condição relevante do negócio jurídico diz respeito ao preço do ativo sendo adquirido, vendido, ou mantido em poder do investidor.

Quando a companhia aberta, por ação ou omissão, produz estado de erro nos investidores, o negócio de compra ou venda de valor mobiliário pode ser anulado se a declaração de vontade do investidor foi desnaturalizada a ponto de levá-lo a celebrar negócio que não celebraria se tivesse todas as informações, caracterizando-se como dolo principal, ou a companhia pode ser obrigada a ressarcir as perdas sofridas pelo investidor, se o erro do investidor o levou apenas a pactuar o negócio em condições diversas daquelas que prevaleceriam na sua ausência, caracterizando o dolo acidental¹⁹.

Ainda que a divulgação da informação incorreta careça do elemento volitivo do dolo, a companhia ainda assim poderá responder pelos prejuízos causados aos investidores se sua conduta tiver sido culposa.

A definição dos contornos da culpa em negócios complexos como aqueles celebrados no mercado de valores mobiliários pode ser tarefa desafiadora. Neste capítulo, abordar-se-á a questão da diligência na caracterização da culpa *stricto sensu* da companhia aberta na divulgação de informações ao mercado.

3.1 Caracterização do ato ilícito

Como exposto no capítulo anterior, as companhias abertas têm o dever legal de divulgar determinadas informações ao mercado de forma correta, precisa e clara. Este dever é detalhado nas normas da CVM, órgão ao qual a Lei nº 6.385/1976 delegou a tarefa de assegurar a divulgação de informações corretas e precisas pelos emissores de valores mobiliários. A obrigação de divulgar informações é necessária ao funcionamento adequado do mercado, garantindo a correta precificação dos ativos, alocação eficiente de capital e o tratamento equitativo dos investidores.

Cumpre, agora, tecer alguns comentários sobre a caracterização do ato ilícito referente ao descumprimento da obrigação de divulgar informações corretas, precisas e claras. Trata-se, para os fins deste artigo, de estudar os elementos que caracterizam a ilicitude da conduta da companhia sob os fundamentos do direito civil. Assim, não se abordará a questão da responsabilidade administrativa decorrente da falha em divulgar informações da forma imposta pela Lei nº 6.385/1976 e pelas normas da CVM, que obedece a critérios próprios (ainda que a responsabilização administrativa possa ter alguns elementos em comum com a responsabilização civil).

¹⁹ PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Instituições de direito civil – Introdução ao Direito Civil.** Teoria Geral de Direito Civil. 20. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004. p. 527-528. Vide, ainda, artigos 145 e 146 da Lei nº 10.406/2002.

Em primeiro lugar, como restará claro neste capítulo, considera-se neste estudo que a responsabilidade da companhia aberta pelas informações que divulga ao mercado é subjetiva. Não se vislumbra, pelo menos neste momento, aplicação do artigo 927, parágrafo único, da Lei nº 10.406/2002, pois o risco é fator inerente ao investimento no mercado de valores mobiliários²⁰ e, ademais, a jurisprudência atual da CVM aponta claramente na direção da responsabilidade subjetiva da companhia no caso de divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado.

Não obstante, reconhece-se que a questão sobre eventual imposição de responsabilidade objetiva, por aplicação da teoria do risco, ou mesmo de utilização de presunções de culpa, na determinação da responsabilidade civil da companhia aberta por informações falsas ou imprecisas divulgadas ao mercado é complexa e pode dar ensejo a controvérsias. Por se situar fora do escopo deste trabalho, no entanto, o problema não será analisado em profundidade, tendo este estudo adotado a premissa de que é aplicável à hipótese a responsabilidade civil subjetiva decorrente da conjugação do artigo 186 com o artigo 927, *caput*, da Lei nº 10.406/2002.

Assim, para que a divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado se caracterize como ato ilícito *stricto sensu*, é necessário demonstrar que a companhia agiu sem diligência, perícia ou prudência na elaboração da informação defeituosa divulgada ao mercado²¹. Muito embora haja uma tendência à objetivação da responsabilidade civil, com base, por exemplo, na teoria do risco²² e na adoção de presunções de culpa²³, afasta-se por hora a aplicação destas hipóteses ao tema que ora se estuda.

O ato ilícito é definido no artigo 186 da Lei nº 10.406/2002 como a ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência que viole o direito e cause dano a outrem. Assim, é necessário que haja violação de direito e dano causado a uma pessoa, ainda que o dano seja meramente moral, para que o direito atribua ilicitude à conduta do agente²⁴.

A violação de direito pode ser decorrente de descumprimento de dever legal, quando ocorre ato

²⁰ CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976.** São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 418.

²¹ Ibidem.

²² SCHREIBER, Anderson. **Novos paradigmas da responsabilidade civil.** 6. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2015. p. 19-21.

²³ Ibidem. p. 31-34.

²⁴ Importante ressaltar a importante – e a nosso ver correta – ressalva de Rui Stoco, no sentido de que o dano a outrem não é requisito para configuração do ato ilícito, mas apenas da obrigação de indenizar (responsabilidade). Para caracterização do ato ilícito, bastaria a violação a direito. A ausência de dano a outrem descaracterizaria a responsabilidade civil (obrigação de indenizar), mas não o ato ilícito. Neste sentido: STOCO, Rui. **Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência.** 9. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. v. 1. p. 167. Para os fins deste artigo, no entanto, a distinção é pouco importante, razão pela qual considerar-se-á que a violação a direito e dano a outrem são requisitos cumulativos do ato ilícito, conforme a literalidade do artigo 186 da Lei nº 10.406/2002.

ilícito *stricto sensu*, ou inadimplemento de obrigação contratual, que caracteriza ato ilícito relativo²⁵. Ainda que se possa encarar a falha da companhia aberta na prestação de informações corretas e precisas ao mercado como ato ilícito relativo, decorrente de descumprimento de obrigações pactuadas no âmbito de eventual relação contratual entre o emissor e os investidores, a questão é controversa²⁶ e se situa fora do escopo do presente estudo, razão pela qual este artigo se limitará à análise da definição do ato ilícito *stricto sensu*.

Os atos ilícitos *stricto sensu* são “delitos de direito penal e delitos de direito privado, ou de algum ramo do direito público sem ser o penal”²⁷. Os requisitos para a existência do ato ilícito *stricto sensu* são: (i) o ato em si, como elemento do suporte fático (ação ou omissão de uma pessoa), que tenha causado dano a alguém; (ii) a violação do ordenamento jurídico, isto é, presença de natureza contrária ao direito; e (iii) a culpa (*lato sensu*), bastando a negligência para sua configuração²⁸. Assim, o ato ilícito surge a partir de uma infração direta e imediata do direito, ou seja, da violação de um dever genérico de conduta²⁹.

No caso da divulgação informações falsas e imprecisas ao mercado, o ato ilícito *stricto sensu* ocorrerá quando houver violação do dever de prestar informações corretas e precisas ao mercado que gere prejuízo aos investidores, contanto que a conduta da companhia for culposa.

A divulgação da informação falsa ou imprecisa só terá relevância no plano da caracterização da ilicitude do ato e responsabilização da companhia quando ela for capaz de afetar a decisão dos investidores e causar-lhes prejuízo. A ilicitude não ocorrerá pela simples divulgação da informação incorreta. Neste sentido, a ilicitude não pode ser atribuída a um ato sem que considere as circunstâncias específicas objetivas e subjetivas da situação em concreto³⁰. É preciso verificar, no caso concreto, se a informação era relevante o suficiente para que a sua imprecisão afetasse a tomada de decisão do investidor. A própria incidência da Lei nº 6.385/1976 e do quadro regulatório do mercado de valores mobiliários depende de questões objetivas (caráter público da oferta de

²⁵ A denominação é emprestada de Pontes de Miranda. “Se não há relação jurídica entre o lesante e o lesado ou, se há, os sujeitos são totais, o ato é ilícito *stricto sensu*, de modo que o dever de indenizar não surge da relação jurídica relativa (negocial ou oriunda de ato jurídico *stricto sensu*)” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Bens. Fatos Jurídicos**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012. v. 2. p. 289).

²⁶ CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). Op. cit. p. 411.

²⁷ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Op. cit. p. 276.

²⁸ Ibidem. p. 276-278.

²⁹ GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 13. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999. p. 488

³⁰ “Os direitos mergulham no mundo social. Circunstâncias extrapessoais criam limites mais ou menos certos (considerações objetivas) ou pessoais (considerações subjetivas), tornam ilícito, ou não, o ato humano de intervir na esfera jurídica de outrem. Por quê? Porque um direito não existe absolutamente, mas relativamente. [...] Um direito não tem a mesma face para todos; depende dos outros direitos e, pois, dos titulares de direito. Depende, ainda, de circunstâncias puramente extrapessoais” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Direito das obrigações. Fatos ilícitos. Responsabilidade**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, v 53. p. 153).

valores mobiliários) e subjetivas (perfil dos investidores que sejam alvo da oferta) dos negócios jurídicos envolvendo valores mobiliários³¹, razão pela qual a aferição da responsabilidade da companhia aberta não poderá ignorar tais questões as circunstâncias do caso concreto referente à informação divulgada inadequadamente e a sua utilidade pelos investidores. Ademais, deve-se ter em mente que companhias divulgam diversos tipos de informação, como projeções, estimativas e dados factuais, o que deve ser levado em consideração na aferição da sua relevância para fins de definição do ato ilícito.

A informação divulgada ao mercado poderá afetar a decisão do investidor e lhe causar prejuízo quando for dotada de materialidade. Não será relevante, para fins de determinação da ilicitude do ato da companhia, a divulgação de informação incorreta que seja irrelevante e imaterial. Suponha-se, por exemplo, que a companhia divulgue ao mercado que adquiriu planta industrial já em operação para ampliar a sua capacidade produtiva, errando apenas o nome da cidade onde o ativo está localizado. Embora a informação tenha sido eivada de imprecisão, esta seria imaterial (exceto em casos excepcionais que possam envolver alguma vantagem ou desvantagem para a companhia em se estabelecer em um ou outro município). Também não poderá caracterizar ato ilícito a divulgação de informações na forma de projeções e estimativas que, à época da divulgação, eram razoáveis e foram elaboradas de forma diligente, muito embora não tenham se confirmado posteriormente.

Assim, ainda que a informação não tenha sido divulgada de forma precisa, a imprecisão de informação imaterial não seria capaz de afetar a tomada de decisão pelo investidor e a correta precificação dos valores mobiliários da companhia. Não se caracterizaria, neste caso, o requisito de dano a outrem, conforme exige o artigo 186 da Lei nº 10.406/2002. Ainda que se considere que a violação a direito é suficiente para a caracterização do ato ilícito³², a ausência de dano a outrem afastaria eventual repercussão indenizatória.

A questão da materialidade da informação é complexa. O artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002 define como relevante todo ato ou fato que puder influenciar: (i) a cotação de valores mobiliários; (ii) a tomada de decisão de investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários; ou (iii) a tomada de decisão de investidores acerca do exercício de direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários. O caso concreto, no entanto, pode apresentar diversas complicações e desafios à aferição da materialidade da informação. Embora a questão da materialidade e relevância da informação situe-se fora do escopo do presente estudo, para os fins aqui propostos, não há prejuízo em restringir a análise (e, consequentemente, as conclusões) apenas a casos que envolvam divulgação de informações materiais que apresentem falsidade ou

³¹ A rigor, na sistemática da Lei nº 6.385/1976, basta que alguns elementos objetivos referentes à oferta estejam presentes para que se presuma a presença das condições subjetivas dos investidores que justificam a tutela estatal prevista no mencionado diploma. Neste sentido: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). Op. cit. p. 384-385.

³² STOCO, Rui. Op. cit. p. 167

imprecisão. Ademais, no caso de a informação não ser dotada de materialidade e relevância, faz-se desnecessário analisar eventual conduta culposa da companhia, visto que o elemento do ato ilícito referente à produção de dano estaria ausente.

3.2 O papel da diligência na aferição da culpa da companhia aberta com relação à divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado

Por todo o exposto nos capítulos anteriores, percebe-se que as companhias abertas têm o dever de divulgar informações ao mercado. Os fundamentos teóricos deste dever legal encontram-se no direito subjetivo do investidor à informação, visto que a simetria informacional assegura tratamento equitativo dos investidores. Com a transparência, o mercado funciona de forma eficiente, selecionando os melhores emissores por meio da alocação de capital nos valores mobiliários de retorno mais vantajoso, ao invés de funcionar como um jogo de soma zero, no qual investidores com melhor acesso a informações extraem benefícios dos demais.

Dado que a divulgação de informações corretas e precisas é um dever legal da companhia e um direito subjetivo dos investidores, a violação deste direito dará ensejo à obrigação da companhia de ressarcir as perdas seu ato ilícito possa ter causado no patrimônio dos investidores. A responsabilidade civil neste caso, no entanto, é subjetiva, visto que a obrigação de reparação (artigo 927 da Lei nº 10.406/2002) encontra fundamento no artigo 186 da Lei nº 10.406/2002, o qual exige a existência de dolo, negligéncia ou imprudênciia para configuração do ato ilícito. Assim, este capítulo se propõe a analisar a questão da diligência na aferição de culpa da companhia aberta por informações falsas ou imprecisas divulgadas ao mercado.

A diligência está intrinsecamente ligada ao conceito de culpa e pressupõe um dever de cuidado objetivo, visto que, ao praticar atos da vida, ainda que lícitos, deve-se “observar a cautela necessária para que de seu atuar não resulte lesão a bens jurídicos alheios”³³. Assim, ao contrário do dolo, no qual o agente adota conduta para atingir fim ilícito, na conduta culposa o fim é normalmente lícito, mas os meios de alcançá-lo são impróprios³⁴. A culpa, portanto, caracteriza “conduta mal dirigida a um fim lícito; uma conduta inadequada aos padrões sociais; ato ou fato que uma pessoa prudente e cautelosa não teria praticado”³⁵. Em outras palavras, a conduta denota “comportamento equivocado da pessoa, despida da intenção de lesar ou de violar direito, mas da qual se poderia exigir comportamento diverso, eis que erro inescusável ou sem justificativa plausível e evitável para o *homo medius*”³⁶.

Com base neste conceito, Cavalieri extrai os seguintes elementos da conduta culposa:

³³ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 9. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2010. p. 32.

³⁴ Ibidem. p. 33.

³⁵ Ibidem.

³⁶ STOCO, Rui. Op. cit. p. 179.

“a) conduta voluntária com resultado involuntário; b) previsão ou previsibilidade; e c) falta de cuidado, cautela, diligência ou atenção”³⁷. A produção de resultado diverso daquele pretendido e a incapacidade de prever fato previsível decorrem da própria falta de cuidado e cautela do agente³⁸.

Cavalieri defende ainda que a falta de cuidado se exterioriza pela imprudência, negligência e imperícia. A imprudência caracteriza-se como falta de cautela por conduta comissiva, enquanto a negligência equivale à mesma falta de cautela, embora por conduta omissiva. A imperícia, por sua vez, está associada à falta de habilidade no exercício de atividade técnica³⁹.

De tudo isso, extrai-se que a diligência é o comportamento esperado do agente no sentido de se precaver com relação à produção de um resultado indesejável, adotando-se as cautelas necessárias para garantir que o fim lícito visado ao adotar determinado ato seja alcançado sem lesão a bens jurídicos alheios⁴⁰. Por consequência, conforme ensinamento de Pontes de Miranda, “negligência é omissão da diligência exigida no trato ordinário dos homens, quando, se não tivesse havido essa falta de diligência, se teria evitado o resultado não-querido contrário a direito”⁴¹.

No caso específico da averiguação da responsabilidade civil da companhia aberta por divulgação de informação falsa ou imprecisa ao mercado, a diligência pode ser entendida como o padrão de comportamento esperado da companhia aberta para prevenir a produção da informação defeituosa, comportamento este capaz de descharacterizar o elemento da culpa em sua conduta ao elaborar os documentos de divulgação. Ainda que essa seja uma proposição de excessiva generalidade e incapaz de dar resposta a todos os casos envolvendo divulgação de informações falsas ou imprecisas, ela pode oferecer o caminho para a análise de situações concretas.

Neste contexto, o processo administrativo sancionador nº RJ2015/10276⁴², no qual a CVM foi instada a analisar a suposta divulgação de informação incorreta pela Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), oferece um bom exemplo para uma aplicação prática dos conceitos aqui expostos.

Neste caso, a companhia havia divulgado nos documentos de sua oferta pública de ações e em formulários de referência que os detentores de ações preferenciais adquiririam direito de voto caso não recebessem, por três exercícios consecutivos, o dividendo prioritário, fixo ou mínimo ao

³⁷ CAVALIERI FILHO, Sergio. Op. cit. p. 35.

³⁸ “Neste ponto, cabe uma indagação: se o resultado foi previsto, por que o agente não o evitou? Se era pelo menos previsível, por que o agente não o previu e, consequentemente, o evitou? A resposta é singela: porque faltou a cautela devida; violou aquele dever de cuidado que é a própria essência da culpa” (Ibidem. p. 36).

³⁹ Ibidem. p. 37. No mesmo sentido, STOCO, Rui. Op. cit. p. 184-185.

⁴⁰ Neste sentido, “a culpa é falta de diligência na observância da norma de conduta, isto é, o desprezo, por parte do agente, do esforço necessário para observá-la, com resultado, não objetivado, mas previsível, desde que o agente se detivesse na consideração das consequências eventuais da sua atitude” (DIAS, José de Aguiar. **Da Responsabilidade Civil**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1979. v. 1. p. 136)

⁴¹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Op. cit. p. 340.

⁴² CVM, processo administrativo sancionador nº RJ2015/10276, Relator Diretor Pablo Renteria, julg. 11/07/2017.

qual fizessem jus, de acordo com o disposto no estatuto social da companhia. A Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) considerou que a informação era incorreta e instaurou processo administrativo contra a companhia, determinados diretores da companhia, a instituição líder do consórcio de distribuição da oferta e o diretor responsável da líder do consórcio.

A informação foi considerada incorreta pela SEP por duas razões: (i) o estatuto social da companhia era silente a respeito da aquisição de direito de voto por acionistas preferencialistas, embora os documentos de divulgação fizessem referência expressa ao estatuto; e (ii) a afirmação sobre a aquisição de direito de voto por acionistas preferencialistas entrava em conflito com o artigo 62 da Lei nº 9.478/1997, que dispõe sobre o controle societário da Petrobras pela União Federal e determina que as ações preferenciais da companhia sempre serão desprovidas do direito de voto.

A respeito da primeira acusação, a CVM, seguindo voto do relator Diretor Pablo Renteria, entendeu por unanimidade que a informação não era defeituosa e que o entendimento da companhia se apoiou em parecer jurídico. Argumentou-se no voto que, embora o estatuto social fosse silente a respeito da aquisição de direito de voto pelas ações preferenciais, seria razoável supor que o artigo 111, §1º, Lei nº 6.404/1976, seria capaz de suprir o silêncio. Assim, o Diretor afirmou, no item 19 do seu voto o seguinte:

Note-se, nessa direção, que a Companhia, seguindo a prática de mercado, contratou um escritório de advocacia para rever o conteúdo jurídico do Prospecto, o qual elaborou parecer (legal opinion), atestando que as informações constantes do documento, sob o aspecto da legislação brasileira, estariam adequadas (fls.432-457). Tal providência, a meu ver, reforça a diligência empregada pela Companhia e pelo seu diretor de relações com investidores na elaboração do Prospecto.

É possível notar que a argumentação do Diretor Pablo Renteria foi no sentido de que a Petrobras se respaldou em entendimento jurídico razoável e adotou conduta compatível com os padrões de mercado, contratando parecer jurídico especializado para dar suporte às informações contidas no prospecto. Ademais, é interessante notar que o voto ressaltou que a contratação do parecer jurídico seria “prática de mercado”, o que indica que os contornos do comportamento diligente nestes casos devem ser definidos de acordo com o que se pratica no mercado em situações semelhantes.

Com relação à segunda acusação, a argumentação adotada pelo Diretor Pablo Renteria e acolhida por unanimidade pelos demais Diretores foi no sentido de que, muito embora pudesse haver aparente conflito entre o artigo 62 da Lei nº 9.478/1997 e o artigo 111, §1º, da Lei nº 6.404/1976, seria razoável, à época da elaboração dos documentos de divulgação, que a companhia tivesse

adoptado o entendimento de que a disposição da Lei nº 6.404/1976 prevaleceria, muito embora a administração da companhia tenha mudado este entendimento posteriormente. Nos itens 34 e 35 de seu voto, o Diretor Pablo Renteria reforçou que a informação divulgada e a sua interpretação pela companhia foram respaldadas por parecer jurídico:

Em vista disso tudo, quer me parecer que o entendimento refletido no Prospecto, quanto à submissão ao disposto no art. 111, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, era legítimo, não se verificando, nesse tocante, qualquer falsidade, ou inexatidão, que revele a negligência por parte da Companhia e do seu DRI na elaboração do documento.

A meu ver, não seria correto, nem justo, avaliar a diligência dos acusados na preparação do Prospecto à luz da decisão ulterior da administração da Companhia de alterar o seu entendimento e passar a sustentar, a partir da assembleia ocorrida em 25.5.2015, que o art. 111, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, era inaplicável à Petrobras.

Assim, a decisão da CVM no processo administrativo sancionador nº RJ2015/10276 demonstra que, em casos referentes à responsabilização da companhia aberta em função de eventual divulgação de informações falsas ou incorretas, a autarquia analisará a conduta da companhia à época da divulgação, de modo a verificar se foi observado o padrão de comportamento diligente alinhado com as práticas do mercado.

A decisão da CVM, no entanto, deixou muitas questões em aberto, que devem ser abordadas em estudos com maior profundidade. Dentre estas questões, pode-se mencionar:

- (a) Basta que a companhia contrate terceiros especialistas para verificar a veracidade e precisão das informações contidas nos documentos de divulgação para que atenda ao seu dever de diligência?
- (b) Não é necessário aferir se a companhia forneceu ao especialista todas as informações e materiais necessários para que ele cumprisse a sua tarefa de verificação?
- (c) Nos casos em que a informação seja claramente incorreta, ou que existam fortes indícios acerca de sua inadequação, o respaldo de especialistas ainda assim demonstraria comportamento diligente da companhia? Em outras palavras, a companhia possui uma presunção absoluta de comportamento diligente caso contrate terceiros para verificar as informações contidas em seus documentos de divulgação?

- (d) Caso a companhia não contrate especialistas para verificar informações que posteriormente são contestadas, haveria presunção relativa de culpa da companhia?
- (e) Pode haver gradação do dever de diligência em função da importância das informações? Em outras palavras, quanto mais importante a informação, mais rígido deve ser o padrão de diligência da companhia?

Acredita-se que, em casos futuros, a CVM deveria abordar alguns destes pontos, de modo a dar indicações mais firmes a respeito do dever de diligência das companhias abertas na elaboração de informações divulgadas ao mercado.

4. CONCLUSÃO

Este artigo estudou a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. O trabalho determinou que as companhias abertas possuem, no direito brasileiro, um dever legal de fornecer informações corretas e precisas ao mercado de valores mobiliários. Os investidores, por sua vez, têm direito subjetivo de ter acesso a informações corretas e precisas a respeito dos valores mobiliários e seus emissores, assim como dos empreendimentos que dão lastro a estes ativos.

O estudo concluiu, ainda que a falha da companhia aberta em divulgar informações corretas e precisas ao mercado dá ensejo à responsabilização civil. Neste sentido, concluiu-se que: (i) a natureza desta responsabilidade civil é subjetiva; (ii) ato ilícito deve ser determinado de acordo com o artigo 186 da Lei nº 10.406/2002 e somente ocorrerá se a informação falsa ou imprecisa divulgada ao mercado for dotada de materialidade, no sentido de ser capaz de influenciar a decisão do investidor acerca da compra, venda ou manutenção de certo valor mobiliário; e (iii) a análise do comportamento da companhia aberta referente à divulgação de informações falsas ou imprecisas, para fins de se averiguar se foi diligente ou não, deve ser feita tendo-se em vista as circunstâncias que se faziam presentes na ocasião da elaboração e divulgação destas informações, de acordo com padrões de mercado observados em situações semelhantes.

As conclusões deste artigo foram tomadas com base em hipóteses que ainda carecem de confirmação por estudos mais profundos sobre os temas aqui abordados, especialmente sobre a natureza da responsabilidade (objetiva ou subjetiva) e os elementos do ato ilícito. Além da confirmação ou refutação destas hipóteses, trabalhos futuros devem aprofundar a análise acerca do conteúdo do padrão de comportamento diligente da companhia aberta na elaboração de informações a serem divulgadas ao mercado, visto que a doutrina e jurisprudência da CVM ainda deixam muitas questões em aberto a esse respeito.

V – Crítica à Opção da Lei 13.506/2017 para a Tipologia Criminal do Crime de Manipulação de Mercado: Reflexos para o Dever de Informação e a Responsabilidade Civil

Tema 3: Dever de informação dos administradores, desafios enfrentados e caminhos a serem percorridos.

Área de Interesse: Desafios oriundos da nova redação dos artigos 27-C e 27-D da Lei 6.385/1976 introduzidos pela Lei 13.506/2017

Autor: Carlos Eduardo Vergueiro.

*Doutor em Direito Comercial,
Vencedor do 2º Concurso de
Monografias da CVM*

RESUMO:

A Lei 13.506/2017 alterou o tipo penal do crime de manipulação de mercado cujo efeito prático é a restrição à caracterização de condutas como sendo condutas criminosas. Em palavras simples, a punição de manipulações de mercado ficou mais difícil de ser aplicada no Brasil. Considerando a relevância da temática das informações para o funcionamento eficiente do mercado e a necessidade de preservação da sua integridade (confiança nas informações disponíveis), ambos como fatores fundamentais para a sua existência e funcionamento, pode-se concluir que a nova tipologia do crime de manipulação de mercado representou um retrocesso em termos legislativos. Portanto, o primeiro desafio oriundo da nova redação do art. 27-C da Lei 6.385, com sua nova redação introduzida pela Lei 13.506, é reprimir manipulações de mercado, tarefa mais difícil de ser realizada, como informado. Outro ponto de análise por este trabalho é a correlação entre o dever de informar dos administradores das empresas e o crime de manipulação de mercado. Se a opção brasileira tivesse seguido os padrões internacionais, pelos quais a difusão de informações falsas sobre os emissores de valores mobiliários é outra modalidade de manipulação de mercado, então, sua eventual prática levaria, necessariamente, a uma quebra dupla de preceitos legais: aqueles próprios do dever de informação e os previstos no tipo penal. Nos exemplos trazidos do Direito português e do Direito italiano, a tipicidade do crime de manipulação de mercado inclui tanto as situações de criação de condições artificiais de demanda via ordens de compra ou venda manipuladas quanto a difusão de informações falsas. Se foi feita uma alteração no tipo penal brasileiro, pode-se indagar: por que essa alteração não foi feita para aprimorar o tipo penal a fim de permitir que repressão e dissuasão da conduta indesejada ocorram? O segundo desafio da nova redação do art. 27-C, portanto, não diz respeito com a sua aplicação, mas sim com os esforços que devam ser empreendidos para sua modificação futura.

1. A correlação entre o crime de manipulação de mercado e o dever de informar. Impactos para a responsabilidade civil.

Tomando o Direito da Itália e de Portugal como pontos de comparação, pode-se concluir que os crimes de manipulação de mercado podem ser tipificados pelo legislador de duas formas: através da proibição de criação de condições artificiais de demanda por valores mobiliários via, resumidamente falando, simulações de compra e venda, ou por meio da vedação da divulgação de informações falsas sobre emissores de valores mobiliários, as quais têm como efeito prático a mesma alteração na demanda por valores mobiliários.

Em ambas as situações, as bases de funcionamento eficiente do mercado são alteradas por fraudes praticadas por seus participantes que ocasionam uma percepção do mercado sobre o emissor e os valores mobiliários emitidos distinta daquela que se mostraria presente se a informação verdadeira tivesse sido divulgada ao mercado.

Existe uma correlação entre os crimes de manipulação de mercado e o dever de informar previsto para os administradores das companhias abertas pela Lei 6.404. A tipologia criminal da manipulação de mercado, em palavras simples, procura reprimir e dissuadir a prática de difusão de informações falsas sobre emissores e valores emitidos. Pode-se dizer que o crime de manipulação de mercado também prevê a repressão da realização de ordens de compra e venda fictícias. Mas compra e venda fictícias não deixam de ser hipóteses de sinalizações falsas ao mercado sobre a suposta virtude ou “defeito” no valor mobiliário objeto de ordens simuladas. O tradicional exemplo da companhia de petróleo que anuncia a divulgação de reservas de óleo em montante maior do que o real, provocando alta de cotações, e dos tradicionais balanços fraudados para fazer crescer a rubrica dos recebíveis ou do caixa, são exemplos de fraude de informação praticada contra o funcionamento eficiente do mercado.

As primeiras (e não únicas) funções da tipificação da manipulação de mercado são a possibilidade de reprimir a conduta praticada e dissuadir a repetição dessa conduta. Como segunda ordem de funções, pode-se dizer que o crime de manipulação de mercado (no seu potencial de vedar a realização de difusão de informações falsas) nada mais faz do que auxiliar no cumprimento do dever de informar; afinal, informação falsa divulgada como parte do dever de informar pode ocasionar manipulação de mercado. Outras funções, e aqui se começa a fazer a correlação com a temática da responsabilidade civil, é a facilitação da reparação civil em decorrência da prática da conduta criminal. Sim, em regra, situações duplamente tidas como ilícitas, sob as esferas cível e criminal, tem sua reparação facilitada a partir do processo penal. Essa facilitação corresponde a outra das funções da tipificação de uma conduta como crime.

Sentenças condenatórias criminais transitadas em julgado são títulos executivos civis que, assim, permitem que se adiente a reparação civil para a fase da execução, sem necessidade da fase anterior do processo de conhecimento (CPC, art. 515). Sentenças condenatórias criminais também podem impor pena de prestação pecuniária, que “consiste no pagamento em dinheiro à vítima” (Código Penal, art. 45).

A prática do crime, como evento ilícito, traz a incidência de juros de mora desde a sua ocorrência, conforme previsto pelo Código Civil (art. 398).

Portanto, a dupla colocação de uma conduta como ilícito civil e penal serve ao propósito de facilitar a reparação civil, assumindo, por óbvio, que o bem jurídico tutelado merece a proteção penal. E, também, se a tipologia criminal estiver bem prevista, a fim de permitir essa dupla colocação como ilícito civil e criminal.

Manipulações de mercado e dever de informar têm por finalidade manter o mercado municiado de informações relevantes para poder operar de forma eficiente. O dever de informar, previsto no art. 157 da Lei 6.404, dentre outras exigências, obriga os “administradores da companhia aberta (...) a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.” Ou seja: evento relevante tem que ser levado ao conhecimento do mercado.

A existência do dever de informar está em consonância com o regime regulatório do mercado de valores mobiliários, baseado na ideia do *disclosure* e da eficiência do mercado.

O *disclosure*, significando o regramento determinante da divulgação de informações por parte dos emissores de valores mobiliários, foi colocado como critério principal do regime jurídico do mercado de capitais. Entender que o *disclosure* é o critério principal do regime jurídico do mercado de capitais é tarefa que deve ser feita a partir da comparação com o regramento legal anterior, pelo qual o Estado atribuía juízo de valor sobre a oferta de valores mobiliários. *Disclosure* envolve divulgações de informações para que o mercado analise e precifique os valores mobiliários com base nas informações divulgadas. Uma mudança significativa no papel do Estado e em sua relação com o mercado de capitais.

A Hipótese da Eficiência do Mercado de Capitais, ou Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, conforme se adote uma ou outra tradução da expressão em inglês *Efficient Capital Markets Hypothesis*, significa a capacidade do mercado de capitais corretamente precisar os valores mobiliários negociados com base no total de informações disponíveis sobre o valor mobiliário e seu emissor. Quanto maior for essa correlação, cujo grau máximo é chamado de “forte” (*strong*), maior será a eficiência do mercado. Ao Direito, nesse contexto, fica reservado o papel de garantir que o *disclosure* ocorra, de forma que o mercado possa operar de forma eficiente.

É fato que os avanços dos estudos da Economia Comportamental têm colocado em discussão os preceitos da Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente o que, de certa forma, traz para o Direito o desafio de repensar se a estratégia do *disclosure* ainda se constitui na melhor opção regulatória do mercado de capitais. Afinal, se o mercado é eficiente, como explicar as diferenças de percepção sobre o, pedindo-se licença para a repetição de palavras, valor do valor mobiliário? Certamente, a maior predisposição ao risco e diferenças de opinião no entendimento das informações próprias ao valor mobiliário oferecem parte da resposta, sem apresentar uma solução melhor e mais apropriada que a regulação baseada no *disclosure*.

Como já mencionado, de nada adiantaria obrigar administradores a informar se não houvesse sanção para a omissão ou para a divulgação falsa de informações. Do contrário, a opção “mais vantajosa” seria o silêncio quanto a fatos relevantes ruins para a situação da companhia ou, até, a não divulgação imediata de fatos positivos, próprios a também municiarem concorrentes com informações estratégicas do emissor.

O tema das informações dos emissores de valores mobiliários, resumido nas ideias do *disclosure* e da Hipótese da Eficiência do Mercado, representa mais um exemplo de situação que não pode ser vista de forma atomizada pelo Direito. Do contrário, não se chegará a uma situação de preservação da integridade do mercado, cujo funcionamento requer informações fidedignas para permitirem as participantes a correta precificação dos valores mobiliários. A integridade do mercado não é apenas um objetivo de ordem ética; é condição de existência em um mercado que pressupõe a existência de informação para fins de precificação de valores mobiliários.

Aspectos de Direito Público, em seus sub-ramos do Direito Penal e Administrativo, e do Direito Privado, em seu sub-ramo do Direito Civil, especialmente na parte que trata da responsabilidade civil, devem estar conjugados para permitir a proteção da informação em mercado e a confiança depositada pelos participantes do mercado nas informações divulgadas.

Tratamento jurídico de temas próprios ao mercado de capitais é assunto que envolve a tutela do mercado de capitais como um todo e a preservação dos interesses particulares dos participantes do mercado. À Economia de um país interessa ter estruturas jurídicas que permitam o desenvolvimento de mercados de capitais, de forma que a própria Economia nacional possa se valer dos benefícios proporcionados pela existência de um mercado de capitais. O financiamento do desenvolvimento empresarial talvez seja a principal dessas vantagens. A permissão para que o cidadão participe dos grandes empreendimentos empresariais de seu país via aquisição de participação acionária é um dos outros benefícios, pouco mencionado no Brasil, em contraposição ao que ocorre na Itália, cuja Constituição, em seu art. 47, que trata das “Relações Econômicas” (*Rapporti economici*), coloca como objetivos que *a República estimule e tutele a economia em todas as suas formas e (...) favoreça o acesso da economia popular ao investimento acionário nos grandes complexos produtivos do país*. O mercado de

capitais está consagrado na Constituição italiana.¹

E é dentro dessa ideia de relevância da temática da informação, da busca pelo funcionamento “eficiente” do mercado e do papel reservado ao Direito dentro desse contexto que deve ser analisado o crime de manipulação de mercado. Se o tema é relevante, a norma oferecida pelo legislador deveria ser, igualmente, relevante.

Mas, teria sido relevante a nova redação do tipo penal trazido pela Lei 13.506/2017 para o crime de manipulação de mercado? Utilizada a oportunidade de mudança, essa mudança serviu ao propósito de abranger, no tipo penal, a conduta de difusão de informações falsas? A reparação civil, como consequência, ficou facilitada? Se analisado o que o Direito Comparado já ofereceu nesse campo, a resposta começa a se tornar mais próxima.

2. A Manipulação de Mercado no Direito Português e Italiano

O exame do Direito português e italiano traz conceituações do crime de manipulação de mercado que são diferentes da adotada no Brasil.

Em Portugal, o crime de manipulação de mercado, já definido exatamente com essas palavras, está tipificado no art. 379 do Código dos Valores Mobiliários de Portugal, da seguinte forma:

“Artigo 379. Manipulação do mercado. Quem divulgue informações falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou enganosas, realize operações de natureza fictícia ou execute outras práticas fraudulentas que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.”

Tanto as divulgações de informações falsas quanto a prática de criação de condições artificiais de demanda (as “operações de natureza fictícia”) estão englobadas no tipo penal.

De modo ideal, a redação do artigo 379 da lei portuguesa poderia ser feita trocando-se “para alterar”, que denota o objetivo perseguido pelo agente, por “alterando”, que explicitaria, simplesmente, a consequência da conduta praticada que produz o resultado que altera o regular funcionamento do mercado. Essa opção também não seria a mais abrangente possível, uma vez

¹ Cf.: “Articolo 47. La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.”

que a fraude praticada concretamente, mas incapaz de alterar o funcionamento do mercado, não se enquadraria no tipo penal. Lido com um olhar brasileiro, o art. 379 permite tipificar situações de fraude informacionais como crime.

A posição adotada na Itália é bem semelhante à que foi adotada em Portugal. No art. 185 do *Testo Único della Finanza*, diploma legal principal para regular o mercado de valores mobiliários, o crime de manipulação de mercado prevê a fraude informacional como crime em si, sem a colocar como meio para outro crime e sem colocar outros elementos que desfavorecessem a sua aplicação. Criação de condições artificiais de demanda também estão previstas no texto legal. O art. 185 positiva essa regra da seguinte forma:

<i>Testo Único della Finanza</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>“Art. 185 (Manipolazione del mercato)</p> <p>1. Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifizi concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.</p> <p>2. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l’entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.</p> <p>(...)”</p>	<p>Art. 185 (Manipulação de mercado)</p> <p>1. Aquele que difundir notícias falsas ou realizar operação simuladas ou outros artifícios <u>concretamente aptos a causar uma alteração nas cotações dos instrumentos financeiros</u> é punido com reclusão de um a seis anos e com multa de vinte mil a três milhões de euros.</p> <p>2. Os tribunais podem aumentar a multa até o triplo ou até dez vezes o produto do crime ou seu lucro quando, pela relevância da ofensa praticada com os fatos, pelas qualidades pessoais dos culpados ou pelo produto ou resultado do crime, a pena se parecer inadequada. (...)</p>

Como se pode perceber, há preocupação explícita do legislador italiano em reprimir a divulgação de informações falsas sobre a companhia. Como o art. 185 não menciona um agente causador do ilícito em particular, pode-se afirmar que qualquer pessoa estará sujeita às sanções nele previstas, desde que praticante da situação lá mencionada, o que inclui administradores, não administradores, controladores e não acionistas.

Uma infração ao dever de informar, tal como previsto na Lei 6.404, em seu parágrafo quarto, certamente traria impactos criminais em Portugal e na Itália se o dever de informar for utilizado para municiar o mercado com informações falsas ou se o descumprimento do dever de informar, tal

como ocorre na omissão de divulgação de fato relevante, ocasionar uma alteração nas condições de negociação do valor mobiliário.

Portanto, tanto em Portugal quanto na Itália, representando os países cujos ordenamentos trouxeram maior influência para o Direito brasileiro, o crime de manipulação de mercado inclui tanto a criação de condições artificiais de demanda por negócios em substância inverídicos quanto a alteração das condições de funcionamento eficiente do mercado como resultado da difusão de informações falsas sobre o emissor.

As normas jurídicas de Portugal e Itália servem como exemplos para modificação do tipo penal do crime de manipulação de mercado, demonstrando que a alteração feita pela Lei 13.506/2017 poderia ter sido feita para oferecer tratamento jurídico aprimorado para o tema da manipulação de mercado. Um entendimento sobre o seu “processo legislativo” talvez demonstre que, da forma como feito, certamente, não se poderia chegar a resultados aprimorados, como será demonstrado a seguir.

3. A Lei 13.506/2017: “Processo Legislativo” e a nova redação do art. 27-C

O entendimento sobre a forma como o Direito brasileiro lida com a questão da repressão à manipulação de mercado, seja em decorrência de operações fictícias ou difusão de informações falsas, pode ser visto a partir da Lei 13.506/2017, cujo processo legislativo, se é que se pode utilizar essa expressão para o caso, foi abreviado.

A nova lei trata do processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. A lei também fez alterações em outras leis ordinárias, como feito na Lei 6.385, na parte dos crimes contra o mercado de valores mobiliários.

A origem da Lei 13.506 é destoante do que habitualmente se encontra no Direito brasileiro. Sobre a própria alteração penal pretendida, o Projeto de Lei 8843/2017, que originou a Lei 13.506, nada disse sobre as causas da alteração, limitando-se a mencionar, apenas, que as mesmas estavam a ser realizadas:

“Destaque-se duas novas alterações, de matéria penal, que se propõe aproveitar do PLV nº 29/2017, e que não constavam da redação original da MPV nº 784/2017: novas tipificações conferidas pelos arts. 35 e 52 do PLV nº 29/2017 a crimes contra o mercado de capitais e contra o sistema financeiro nacional. O art. 35 pretende dar nova redação aos artigos 27-C (crime de manipulação do mercado de capitais ou market abuse), 27-D (crime de insider trading) e 27-E (crime de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função) da Lei nº 6.385/76. Por seu turno, o art. 52 pretende dar nova redação ao art. 17 (crime de concessão de empréstimos vedados) da Lei nº 7.492/86”.

A tramitação do Projeto de Lei 8843/17 foi recorde para os padrões brasileiros: seu texto foi apresentado em 17/10/2017 e a sanção presidencial, após todo o trâmite legislativo, deu-se em 13/11/17.

A tramitação recorde feita em conjunto com a total ausência de demonstração da vontade do legislador, que poderia ter sido expressa na Exposição de Motivos do projeto, são fatores que indicam que o resultado final atingido (a mudança no tipo penal) foi um resultado aquém daquele que seria atingido se um maior debate sobre o tema tivesse sido realizado, com o oferecimento de sugestões para aprimoramento do texto legislativo.

Em detalhe, a mudança promovida pela Lei 13.506 no texto do crime de manipulação de mercado consistiu na troca do elemento consequência pretendida pelo agente criminoso, que deixou de ser a “finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado” para ser “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”.

Uma consolidação da alteração feita sobre o texto anterior pode ser vista na seguinte sobreposição: “Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros. Pena: reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

A alteração legislativa no tipo penal do crime de manipulação de mercado mostra-se como uma medida diminuidora do rol de situações passíveis de caracterização como crime. É que o tipo penal anterior, consistente em “alterar o regular funcionamento do mercado” era mais abrangente do que o atual “elevar, manter ou baixar a cotação”.

Uma norma jurídica própria do mercado de valores mobiliários deve guardar correlação com os conceitos próprios do mercado. Eficiência, como visto acima, não é uma palavra qualquer quando se fala do mercado de valores mobiliários. Significando a capacidade de reflexo das informações disponíveis nas cotações dos valores mobiliários, eficiência assume critérios próprios que deveriam estar presentes em todas as normas jurídicas que regulam o mercado.

Ao trazer os elementos “elevar, manter ou baixar a cotação” como finalidades perseguidas pelo agente criminoso, o novo texto do art. 27-C traz alguns problemas para sua aplicação. O primeiro deles é o distanciamento da terminologia conceitual própria do mercado de capitais. Esse problema ganha dimensões maiores quando se lembra que uma aplicação de norma penal, com todas as suas peculiaridades, deve partir da análise de conceitos próprios do setor econômico por ela regulado.

O segundo problema é de natureza prática: comprovar uma alteração no regular funcionamento do mercado é algo mais fácil de ser comprovado do que “elevar, manter ou baixar a cotação”. Sendo o crime de manipulação de mercado um crime verificável a partir do resultado provocado, qualquer dificuldade na aferição do resultado considerado pela norma jurídica, por conseqüência, dificulta a própria aplicação da norma e, com isso, a verificação da repressão e dissuasão que se espera que ocorram a partir da norma penal.

Outra consequência negativa, como já afirmado, é que se perdeu uma oportunidade para que o crime de manipulação de mercado contivesse em seu tipo penal uma abrangência suficiente para permitir a criminalização de condutas que causam alteração no funcionamento do mercado a partir da difusão de informações falsas sobre o emissor do valor mobiliário.

É fato que o tipo penal atual, ou o tipo penal anterior, trazem em seu texto a expressão “executar outras manobras fraudulentas”, o que permite, em uma interpretação mais genérica, a inclusão da conduta de divulgação de informações falsas como conduta apta a caracterizar o crime de manipulação de mercado. Porém, como não é admissível conceitos genéricos dentro da lei penal, pode-se quão difícil será a punição de algum praticante de manipulação de mercado pela difusão de informações falsas sobre a situação do emissor.

O bom tipo penal, como existente na Itália e em Portugal, seria aquele que contivesse previsão expressa para a inclusão da conduta de difusão de informações falsas como apta a caracterizar o crime de manipulação de mercado.

Esse poderia ter sido o resultado atingido pela Lei 13.506/2017. Um resultado desejável, dentro da ideia de preservar a integridade do mercado.

4. Conclusão: Desafios da Nova Redação do art. 27-C da Lei 6.385 e Sugestões

A alteração do tipo penal do crime de manipulação de mercado feita pela Lei 13.506/2017 não aproximou o tipo penal brasileiro do existente no Direito estrangeiro, sendo que a norma jurídica estrangeira apresenta melhor tipologia para abranger a alteração de mercado como consequência da difusão de informações falsas sobre o emissor do valor mobiliário. O Direito estrangeiro, também, não apresenta a finalidade “elevar, manter ou baixar cotação” como elemento próprio do tipo penal, mas sim utiliza termos mais abrangentes os quais, igualmente, permitem maior abrangência da aplicação da lei penal.

A sugestão que se apresenta é que, demonstrada a diferença entre o tratamento jurídico da manipulação de mercado no Brasil e no estrangeiro, com melhor tratamento do tema no exterior, esforços devem ser aplicados para nova alteração normativa no tipo penal do crime de manipulação de mercado, reforçando a boa terminologia técnica (volta do elemento “alterar o regular funcionamento do mercado”) e incluindo a difusão de informações falsas como conduta tipificada.

Quanto mais se afastar o elemento resultado do crime de manipulação de mercado e se aproximar do conceito de crime de conduta, melhor será a proteção para o mercado de valores mobiliários. Da forma como redigido, o tipo penal do art. 27-C prevê ordens simuladas realizadas com a finalidade de alterar, manter ou baixar a cotação do valor mobiliário. Se a redação incluísse, apenas, ordens simuladas, mais fácil seria a sua aplicação; já que, a partir do momento em que se inclui o elemento finalidade, deve-se, primeiro, provar que o agente perseguia a finalidade e, em segundo lugar, provar que a finalidade foi atingida ou que a conduta tentou atingir a finalidade perseguida. Em todos os casos, situações de maior dificuldade para fins de aplicação da norma penal em tema diretamente relacionado ao correto funcionamento do mercado.

Essas são mudanças que auxiliarão na preservação da integridade do mercado e no seu desenvolvimento que se espera que um dia sejam efetivadas. Fóruns de discussão sobre o tema são bons meios para que a comunidade participe e contribua com suas sugestões, de forma a auxiliar no processo de elaboração da boa norma jurídica.

VI – A DESCOBERTA DA VÍTIMA POR SI MESMA NOS ILÍCITOS NO MERCADO DE CAPITAIS

Autor: Fernando de Andrade Mota

*Bacharel, Mestre e Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP.
Especialista em Direito Societário pela Direito GV.
Advogado em São Paulo.*

RESUMO:

O artigo explora os novos conceitos dos crimes de manipulação de mercado e de uso indevido de informação privilegiada empregados pela Lei no. 13.506, bem como o problema de identificação dos prejudicados e de sua informação para que possam reclamar a reparação dos danos decorrentes de tais práticas.

Propõe-se que seja adotado nos processos relativos a manipulação de mercado ou uso de informação privilegiada procedimento análogo àquele previsto no Código Civil para a descoberta, tratando o direito à indenização como um bem das vítimas que, descoberto por reguladores ou autorreguladores, deve ser comunicado ao público para que seus titulares possam, querendo, busca a indenização de seus prejuízos.

1. Introdução

Muitas histórias policiais começam com o encontro da vítima, seguido pela investigação de *causa mortis*, e culminam com a busca da identidade do criminoso. Nos crimes contra o mercado de capitais dá-se o contrário: apura-se o crime, pune-se o responsável, mas o investidor prejudicado permanece anônimo e, frequentemente, ignora mesmo sua condição de vítima.

Há, é claro, nestes ilícitos, prejuízo difuso à confiança dos mercados, o que justifica sua persecução e punição sem que, para tanto, seja preciso identificar uma ou mais vítimas particulares de sua ação. No Caso Sanepar, por exemplo, a CVM julgou irrelevante a obtenção de vantagem patrimonial, bem como a demonstração da ocorrência de prejuízos aos investidores¹. Nos casos de crime de mera conduta, não cabe tratar de prejuízo e, nesse sentido, Nelson Eizirik et. al., comentando a manipulação coibida na letra “b” do inciso II da ICVM nº 8/79, sustentam ser cabível a aplicação de penalidade independentemente da quantificação dos prejuízos².

Isto não afasta, porém, a possibilidade de que, senão em todos, em diversos casos seja possível identificar prejudicados em particular.

2. Novo conceito de manipulação

Na verdade, um dos efeitos da alteração do conceito de manipulação de mercado parece ser, justamente, aproximar os contornos do ilícito das condutas com impacto palpável sobre os demais investidores.

A definição originalmente incluída na Lei nº 6.385/76 pela Lei nº 10.303/01 remetia ainda ao clássico e indefinido conceito de artificialidade, ao qual devia seu esplendor e miséria. Ao afastar-se de tal expressão, o novo conceito recorreu à ideia de operações “destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”.

¹ “131. Ainda que o objetivo do agente seja obter vantagem patrimonial ilícita decorrente do erro dos investidores, que desconhecem o caráter enganoso das cotações, essa vantagem não é elemento do tipo descrito, por constituir ilícito de mera conduta, sendo, assim, desnecessário à Acusação apontar a vantagem patrimonial advinda da conduta vedada ou os prejuízos causados aos investidores. Neste sentido, menciono o voto da Diretora Ana Novaes no PAS CVM nº RJ2013/5194, julgado em 19.12.14:

“O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas.”

(PAS RJ2012/9808, j. em 18.12.2015 (Caso Sanepar), voto vencedor do Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes).

² EIZIRIK, Nelson. et al. Mercado de capitais – regime jurídico. 3^a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 547.

Com isto, operações irregulares, como as de *money pass*, que representam desvio de finalidade, mas que não têm, necessariamente, impacto sobre as negociações realizadas pelos demais participantes do mercado, deixaram de ser incluídas no conceito criminal.

Poder-se-ia sustentar que qualquer operação irregular, por representar acréscimo ao volume de operações, enquadrar-se-ia no tipo penal.

No Caso Quantech, por exemplo, foi formulada acusação por suposta infração contra a Instrução CVM nº 8/79, pela criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, aos diretores da Quantech Asset Management S.A.. Segundo a decisão da CVM, os próprios defendantes teriam confessado ter operado “em conluio com a investidora LM para ajustar o resultado esperado a título de taxa de performance em operação envolvendo ações da Telemig”, com a finalidade de viabilizar o pagamento, pela LM, “de taxa de performance **esperada** no futuro com a valorização de ações de Telemig.”. Prossegue a decisão expondo como a prática deve ser vedada pelos efeitos danosos ao mercado, mas, ao mesmo tempo, defendendo que a caracterização destes efeitos é dispensável para a caracterização da irregularidade.

Em primeiro lugar, fala-se da razão pela qual operações com resultados pré-determinados seriam vedadas pela regulamentação (mais especificamente pela Deliberação CVM nº 14, que afirma que tais operações estariam abrangidas pela ICVM nº 8/79):

30. No segundo parágrafo da Deliberação, transrito acima, fica estabelecido de forma clara que as operações com resultados previamente acertados estão capitulados pela Instrução CVM nº 08/79. A razão para tanto seria o **efeito que tais operações teriam sobre o mercado**, alterando o fluxo de ordem de compra e venda de valores mobiliários, o volume de negócios e a formação regular de preços.

31. A defesa, por seu turno, alega a ausência desses efeitos materiais para, assim, apontar a atipicidade da conduta.

32. Da leitura das normas em questão, contudo, **não extraio a necessidade de se verificar algum efeito material**, como por exemplo, impacto no preço do contrato futuro, tal como alegado pela defesa. Basta, como já decidiu este Colegiado, “que se verifiquem alterações no fluxo de ordens de compra ou venda dos papéis decorrentes de negociações preestabelecidas, tal como ocorreu no caso em tela, em que a bolsa foi indevidamente utilizada para a satisfação de interesses particulares, a partir da livre transferência de recursos entre participantes do mesmo grupo em operações que não visavam efetivamente transferir a propriedade dos títulos negociados”.

33. Entendo assim, pois o tipo descreve a criação de condições artificiais de demanda, oferta, e preço, com alteração do fluxo normal de ordens de compra e venda. O fluxo normal é aquele derivado de condições de mercado, não abarcando operações para fins diversos daqueles normalmente esperados. Para que o fluxo normal de mercado seja respeitado, é preciso que as operações sejam realizadas sob condições de equilíbrio e independência, de participantes pré-dispostos a obterem um preço de mercado determinado livremente pelas forças de oferta e demanda, sem influências de contatos pessoais ou fraternais, como no caso em tela. (destacou-se)

Prossegue a decisão defendendo que a exigência de verificação de efeitos acarretaria confusão entre tipos da ICVM 8/79:

34. E não poderia ser diferente! Se os participantes de mercado tivessem consciência que determinados participantes (aqueles operando com lotes pequenos) pudessem transacionar valores mobiliários de forma a assegurar a transferência de riqueza entre si, ajustando antecipadamente o preço, e consequentemente os ganhos e as perdas, imediatamente, o preço de mercado não seria mais livremente determinado por partes independentes. Sob tais condições, teríamos um preço amorfo, sem transparência e percebido pelos participantes de mercado como sendo artificial. O resultado evidentemente seria o prejuízo para a formação de preço de mercado. E quando os preços não servem mais para alocar recursos eficientemente, o mercado míngua e perde sua própria razão de ser.

35. Tanto é assim, que a tipificação dessa alínea é a criação de condições artificiais de mercado, o que, por óbvio engloba operações previamente acordadas.

36. Fosse o caso de se exigir algum efeito material dessa alteração no fluxo normal de ordens chegaríamos a uma conclusão um tanto estranha, pois teríamos confusão entre as alíneas “a” e “b” do inciso II da Instrução CVM Nº 08/79. Explico, a alínea “b” dispõe sobre a manipulação de preço no mercado de valores mobiliários. Exigir que o tipo da alínea “a” só se verifique mediante efeito material, seria o mesmo que exigir que houvesse manipulação de preços, o que não faz sentido. A manipulação de preço, engendrada por outro mecanismo, não necessariamente o aqui analisado,

é tratado na alínea “b” do inciso II da Instrução CVM nº 08/79. É, portanto, tipo diverso e como decorre das regras de hermenêutica, a lei não contém palavras inúteis.³

No caso acima, ocorrência de impacto no mercado foi presumida e tratada de forma secundária quanto à necessidade de sua comprovação. A questão que merece resposta é se realmente qualquer transação, independentemente de seu volume, gera impacto que mereça tutela. Sendo esse o caso, o conceito não deveria remeter ao resultado, mas à conduta.

Neste contexto, a interpretação de que qualquer operação irregular teria por consequência modificação de volume, embora não seja absurda frente à literalidade da lei (com efeito, qualquer operação individual altera o volume total negociado), acabaria por reduzir a nova definição legal a uma mera reprodução da anterior. Na verdade, a intenção legislativa é punir com maior gravidade as condutas com impacto direto no mercado, o que não significa que um negócio isolado, de pequeno volume, embora possa ser irregular e caracterizar violação da ICVM nº 8, esteja automaticamente, pelo simples de fato representar aumento de volume, enquadrado na moldura desenhada pelo art. 27-C da Lei nº 6.385/76.

Nas operações irregulares em que houver, por exemplo, alteração de preço, haverá impacto palpável para os investidores que atuaram no mercado enquanto este sofria a manipulação (a definição precisa deste impacto é um problema à parte, do qual trataremos adiante). Havendo impacto, poder-se-ia cogitar da indenização destes investidores.

3. Novo conceito de insider trading

No âmbito do *insider trading*, a Lei nº 13.506 introduziu duas alterações fundamentais: em primeiro lugar, conceituou como crime o uso de informação relevante por quem não tem o dever de manter sigilo. A este respeito, já tivemos oportunidade de ponderar⁴ que uma interpretação literal poderia levar à conclusão de que, enquanto a informação não tiver sido divulgada especificamente para o mercado de valores mobiliários, seu uso caracterizaria crime. Ora, o papel de muitos investidores é reunir diversas informações para tomar as decisões de investimento. As informações produzidas pelo próprio investidor não o impedem de negociar.

Além disso, para que o tipo criminal não seja excessivamente amplo, por “divulgada ao

³ Caso Quantech – PAS CVM nº 04/2013, j. em 25.02.2014. Voto vencedor da Diretora-Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

⁴ MOTA, Fernando de Andrade. Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018, p. 268.

mercado" deve-se entender qualquer informação disponível para acesso público, ainda que não tenha sido difundida ou divulgada por meio de aviso de Fato Relevante pela companhia. Claro que isso não elide o dever de divulgar informações relevantes de forma completa e imediata, quando estabelecido por lei, mas nesse caso a responsabilidade não se estende a todos os investidores.

Além da forma mais simples, em que o *insider* compra valores mobiliários para vendê-los logo após a divulgação da informação, há outras maneiras pela qual pode auferir ganhos. O conhecimento sobre o vazamento da informação lhe permite interpretar de forma mais precisa as oscilações das cotações, orientar suas negociações de modo a maximizar seu lucro e manter a possibilidade de obter ganhos no futuro por meio de outras informações privilegiadas⁵.

Outra hipótese em que o uso de informação privilegiada pelo *insider* extrapola o procedimento padrão é aventada por Jos Van Bommel, que formula um modelo no qual o *insider* compra ações de posse da informação privilegiada e depois divulga rumores que fazem com que a ação apresente variação maior do que a esperada com a divulgação apenas da informação privilegiada⁶ (nesse caso, porém, a informação privilegiada é praticamente irrelevante, porque os ganhos são decorrentes dos rumores imprecisos).

O significado da expressão “informação relevante”, objeto da norma, é central para a abrangência do conceito. Interpretada amplamente, compreende qualquer informação, como as contidas nas próprias ordens dos investidores⁷, que são indevidamente apropriadas em práticas como *front running*⁸ e *piggy backing*⁹.

O uso de informações não públicas em negociações no mercado de valores mobiliários pode incluir informações governamentais. Em 2012 os Estados Unidos aprovaram o chamado *Stop Trading on Congressional Knowledge Act of 2012* – STOCK Act, estabelecendo que os políticos não estão imunes às regras de *insider trading* (a necessidade de tal lei, contudo, é discutível, tendo em vista ser possível defender que tal imunidade não existia mesmo antes dela). Samuel Chase, que ficou famoso como o primeiro e único juiz da Suprema Corte a sofrer impeachment na *House of Representatives*, antes desse evento teria comprado trigo e farinha utilizando-se da

⁵ BRUNNERMEIER, Markus K. **Buy on Rumors - Sell on News**. Disponível em http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/rumors_oct2001.pdf, acesso em 19 jan. 2016, p. 3.

⁶ BOMMEL, Jos Van. Rumors. **The Journal of Finance**. Vol. 58, No. 4 (Aug., 2003), p. 1500.

⁷ Sobre o tema, cf. LEWIS, Michael. **Flash Boys**. New York: Norton, 2015.

⁸ Antecipação, por uma parte, às negociações a serem feitas por outra em proveito próprio. Lowenfels a considera possivelmente a prática manipulativa mais difícil de definir e remete à conceituação da SEC, para a qual “frontrunning pode ser genericamente definido como envolvendo a negociação com ações, opções ou futuros de posse de informação não pública relativa a uma transação em bloco iminente que provavelmente afetará o preço da ação, opção ou futuro”. (LOWENFELS, Lewis D.; BROMBERG, Alan R. **Securities Market Manipulations: an Examination and Analysis of Domination and Control, Frontrunning, and Parking**. 55 **Alb. L. Rev.** 293 1991-1992, p. 313).

⁹ Prática na qual um corretor copia os investimentos feitos por um cliente.

informação de que o Congresso aprovara compras destinadas a prover as tropas do exército na Guerra da Independência. A despeito da ausência de proibição específica à época, a conduta teria sido amplamente reprovada na ocasião¹⁰.

Por outro lado, quando a informação é de titularidade do investidor, ele pode divulgá-la, ainda que com potencial de influenciar terceiros, desde que sem os induzir em erro. Assim, o investidor que compra ou vende pode divulgar seus negócios, sem ser acusado, por isso, de prática abusiva. Eventuais exceções deveriam ser estabelecidas apenas para agentes que exerçam funções regulamentadas, nos quais os investidores podem depositar confiança especial¹¹.

Em segundo lugar, foi também tipificada como crime a conduta de transmitir a informação a terceiro, tipo claramente deficiente, porque no curso normal dos negócios é comum que informações confidenciais sejam transmitidas para fins legítimos, por exemplo, para assessores jurídicos ou financeiros, hipóteses em que não se pode falar em prática de *insider trading*, ainda que tais condutas se enquadrem em uma interpretação literal da norma.

A lei penal não contempla a indenização dos investidores. Esta indenização terá sua base fundamental no Código Civil, e poderá ser requerida independentemente da anulação do negócio jurídico. Antes de adentrar nos problemas da indenização, convém tecer breves considerações sobre a nulidade e anulabilidade das operações em bolsa decorrentes de práticas ilegítimas.

4. Nulidade e anulabilidade

Nos negócios jurídicos realizados em bolsa de valores, as partes que negociam não têm conhecimento nem contato com a contraparte, suas ofertas são lançadas no sistema eletrônico e ali os negócios são fechados. Tendo tais características em mente, é preciso considerar, ainda, três hipóteses distintas, a saber: a) ambas as partes na operação estão realizando prática irregular; b) uma das partes realiza a prática e a outra está de boa-fé, e c) os casos em que ambas as partes estão agindo de boa-fé, mas executam o negócio sob a influência da prática irregular.

Sem a pretensão de esgotar a análise das hipóteses de anulação, que merece ser objeto de estudo específico, é importante para o presente trabalho observar suas limitações.

Em primeiro lugar, é preciso considerar as influências dos negócios em bolsa, pela publicidade de preços e ofertas. Assim, se duas pessoas realizam em conluio negócios irregulares que induzem

¹⁰ PERINO, Michael A. A scandalous perversion of trust: modern lessons from the early history of congressional insider trading. 67 **Rutgers U. L. Rev.** 335 2015.

¹¹ Nos Estados Unidos, da Seção 9 do *Securities Exchange Act* proíbe a diversos agentes divulgar informações verdadeiras, se com o propósito de induzir terceiros a negociar (THEL, Steve. Regulation of manipulation under Section 10(b): security prices and the text of the Securities Exchange Act of 1934. 1988 **Colum. Bus. L. Rev.** 359, p. 411).

terceiros em erro, anular os negócios celebrados entre os infratores em nada auxiliará aqueles que realizaram outros negócios induzidos em erro¹².

Por outro lado, mesmo nos casos em que uma das partes atua de forma dolosa e a outra de forma legítima, a anulação tampouco pode ser benéfica para o terceiro de boa-fé. Imagine-se o investidor que, tendo vendido ações que tomara emprestado, vai comprar as ações no mercado para pagar o empréstimo. Se ele compra as ações de um manipulador, ou de um *insider*, poderia ser de seu interesse manter a compra, para poder fazer frente à sua obrigação de entregar aquela ação, ainda que possa pleitear indenização pode ter pago preço maior do que deveria ou teria pago em outras circunstâncias.

Por outro lado, se o erro representou prejuízo para um investidor, não necessariamente terá representado para outro, de modo que tampouco se pode considerar *a priori* a anulação como resultado desejável, sobretudo quando suas consequências podem afetar o próprio funcionamento regular do mercado.

Assim, observados, ainda que muito brevemente, os limites das medidas anulatórias, convém examinar o funcionamento de eventual indenização.

¹² Sem prejuízo da restrição do Art. 150 do Código Civil: “Se ambas as partes procederem com dolo, nenhuma pode alegá-lo para anular o negócio, ou reclamar indenização.”

5. Fundamentos para a indenização

No caso de manipulação de preços, os investidores prejudicados poderiam buscar a reparação de seu prejuízo com fundamento no art. 927¹³ do Código Civil. No caso de *insider trading*, a Lei nº 6.404 contém regra específica no art. 155, §3º¹⁴, o que não afasta, de todo modo, a possibilidade de se pleitear indenização, nas hipóteses ali não contempladas, com fundamento na regra geral do Código Civil.

A Lei nº 7.913/89 prevê, ainda, que o Ministério Público pode adotar as medidas judiciais necessárias para obter resarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado.

Sem prejuízo da relevante atuação do Ministério Público, mesmo que este alcançasse todos os casos, ele não poderia garantir o integral ressarcimento dos investidores prejudicados, porque somente estes, cientes da totalidade de suas operações, podem ter conhecimento do impacto sofrido pelos atos irregulares. Basta cogitar, por exemplo, da prática de manipulação de preços com ações da companhia A, que podem influenciar as cotações de derivativos referenciados em tais ações, mas que não necessariamente seriam consideradas em uma ação coletiva indenizatória.

Portanto, ainda que a ação coletiva tenha inúmeros benefícios, ela não pode ser tida como substituta perfeitas das ações individuais. Estas ações, contudo, são raras. É possível identificar diversos motivos para isto, como os custos, inclusive tempo, envolvidos, mas o primeiro óbice, a nosso ver, é a dificuldade existente para que o investidor tome conhecimento de que foi prejudicado.

¹³ “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.”

¹⁴ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

“I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

“II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

“III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

“§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

“§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

“§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.”

6. Vítimas que não se sabem

Os investidores, via de regra, não tem como saber se foram vítimas de manipulação ou *insider*, porque não têm acesso à identidade das suas contrapartes e aos detalhes dos negócios que estas realizaram. Desse modo, dependem da descoberta e apuração pela BSM, pela CVM ou pelo Ministério Público. Tais descobertas, todavia, ocorrem para instruir processos sancionadores (com exceção da ação civil pública) que não constituem oportunidades para tomar conhecimento e buscar resarcimento.

A própria atuação da CVM, voltada a punir, frequentemente deixa de avaliar o impacto da atuação irregular no mercado, por considerá-lo irrelevante para a sua atuação sancionadora, ainda que fundamental para se avaliar a indenização.

Isto não significa que a perspectiva atual esteja equivocada, não sendo necessário exigir que toda ação sancionadora deva trazer consigo todos os elementos para a responsabilidade civil. No entanto, é possível ampliar a tutela ao mercado agregando, às atividades atuais, a preocupação de fornecer aos investidores os elementos básicos para que possam avaliar se lhes convém buscar reparação civil.

Como mencionou-se, porém, quem investiga a prática irregular não tem elementos para avaliar a total extensão dos prejuízos sofridos pelos indivíduos, e provavelmente não convém transferir tal ônus ao regulador ou aos demais envolvidos na repressão às práticas abusivas. O que falta, contudo, é dar ao mercado conhecimento da irregularidade detectada, para que as vítimas saibam que foram lesadas e possam avaliar se fazem jus a indenização, e em que termos. Uma maneira de avaliar esta conduta é equiparar a descoberta da prática abusiva à descoberta de coisa alheia perdida, prevista no Código Civil.

7. A descoberta das vítimas e a descoberta das coisas

O art. 1.233 do Código Civil determina que quem ache coisa alheia perdida deve restituí-la ao dono ou legítimo possuidor. Descobrir¹⁵ manipulação de mercado ou *insider trading* não é exatamente descobrir coisa alheia perdida, mas a analogia é perfeitamente cabível, pois ao descobrir que um potencial prejuízo, que o investidor poderia atribuir à sua inaptidão ou ao azar, na verdade decorre de ato ilícito alheio, descobre-se juntamente uma ação para sua indenização. Revela-se, portanto, junto com o ato irregular, o potencial direito à indenização.

Assim sendo, quem descobre tal cenário pode, perfeitamente, tomar as medidas necessárias para encontrar o dono da coisa (ou, neste caso em particular, da lide), como prevê o parágrafo único do art. 1.233¹⁶ do Código Civil. Não encontrado o dono, a coisa deve ser entregue à autoridade, que tomará as medidas previstas no art. 1.236, que consiste em dar “conhecimento da descoberta através da imprensa e outros meios de informação, somente expedindo editais se o seu valor os comportar”.

O legislador, ao tratar da descoberta, tinha em mente bens corpóreos, o que fica mais evidente na disciplina processual relativa às coisas vagas, que parte da premissa da entrega da coisa perdida ao juiz¹⁷, a inaplicabilidade destas regras ao caso específico do direito processual não impede, contudo, a observância das demais.

A própria Lei nº 7.913/89 contempla a convocação de investidores mediante edital para receber a indenização ali obtida. Neste caso, contudo, depende-se do ajuizamento da ação pelo Ministério Público, sem considerar, como mencionado, eventuais particularidades de cada investidor. Por outro lado, se não houver propositura de ação (ou, mesmo proposta a ação, na hipótese desta não ser julgada procedente), não haverá tampouco a convocação dos investidores, que poderão permanecer ignorando as fraudes de que foram vítimas.

¹⁵ Gustavo Tepedino critica o uso da expressão descoberta pelo Código Civil, no lugar de invenção, como fazia o Código Civil anterior (**Comentários ao Código Civil**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 288).

¹⁶ “Parágrafo único. Não o conhecendo, o descobridor fará por encontrá-lo, e, se não o encontrar, entregará a coisa achada à autoridade competente.”

¹⁷ “Art. 746. Recebendo do descobridor coisa alheia perdida, o juiz mandará lavrar o respectivo auto, do qual constará a descrição do bem e as declarações do descobridor.

§ 1º Recebida a coisa por autoridade policial, esta a remeterá em seguida ao juízo competente.

§ 2º Depositada a coisa, o juiz mandará publicar edital na rede mundial de computadores, no sítio do tribunal a que estiver vinculado e na plataforma de editais do Conselho Nacional de Justiça ou, não havendo sítio, no órgão oficial e na imprensa da comarca, para que o dono ou o legítimo possuidor a reclame, salvo se se tratar de coisa de pequeno valor e não for possível a publicação no sítio do tribunal, caso em que o edital será apenas afixado no átrio do edifício do fórum.

“§ 3º Observar-se-á, quanto ao mais, o disposto em lei.”

A CVM, no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/18, relativo à minuta de instrução que institui novo marco sobre o rito dos seus procedimentos relativos à atuação sancionadora, propôs a previsão de procedimento de consulta a investidores prejudicados na hipótese de proposta de termo de compromisso¹⁸. Neste caso, contudo, o investidor, para ser notificado da prática abusiva, ainda dependerá da apresentação de proposta de termo de compromisso pelo acusado, e mesmo neste caso fica a exclusivo critério da CVM notificar ou não os investidores.

No entanto, sendo a pretensão ao ressarcimento por prejuízos sofridos um direito do investidor prejudicado, este direito poderia ser tratado como um bem “descoberto” pela CVM (ou, mesmo, pelo autorregulador), do qual deveria ser dado conhecimento ao seu titular.

A preocupação com o custo de publicar editais, mencionada expressamente e com justificada cautela, pelo Código Civil e pela CVM no Edital de audiência pública citado acima, não deve suscitar maiores preocupações: em vista do desenvolvimento tecnológico, a divulgação por meio eletrônico será mais do que suficiente para atingir os investidores interessados. O mais importante será fornecer aos investidores as informações essenciais sobre a prática suspeita.

8. Considerações sobre o sigilo financeiro

No entanto, as operações financeiras encontram-se submetidas a sigilo bancário, sigilo este que só pode ser levantado judicialmente, o que impede a pura e simplesmente divulgação de todas as informações relacionadas a práticas abusivas no mercado de capitais.

A primeira solução para este problema seria reformar a Lei Complementar nº 105 para contemplar, expressamente, a possibilidade de informar a potenciais prejudicados a existência de operações irregulares. Para evitar a quebra indiscriminada de sigilo, tal informação deveria ser condicionada à prévia decisão, por regulador ou autorregulador, concluindo pela existência de irregularidade, decisão esta que deveria contemplar, também a extensão dos dados a serem informados. O óbvio inconveniente deste caminho é a necessidade de reforma legislativa, considerando os rigorosos padrões para leis complementares.

Uma alternativa para superar este óbice constituiria na busca de autorização judicial para a divulgação dos dados dos prejudicados. A nosso ver, tal procedimento estaria dentro das

¹⁸ Art. 86. Na hipótese de serem detectados danos a investidores e a fim de instruir a análise da proposta, a CVM poderá, a seu critério, notificá-los para que forneçam informações quanto à extensão dos prejuízos que tiverem suportado e ao valor da reparação.

§ 1º A participação do investidor lesado não lhe confere a condição de parte no processo administrativo.

§ 2º Havendo investidores prejudicados em número indeterminado e de identidade desconhecida, a CVM poderá, em comum acordo com o proponente e às suas expensas, fazer publicar editais convocando tais investidores para o fim de sua identificação e quantificação dos valores individuais a lhes serem pagos a título de indenização.

competências dos órgãos encarregados de defender os investidores, e seu único inconveniente seria demandar o uso dos seus escassos recursos, o que poderia, eventualmente, prejudicar o exercício de outras atividades.

Uma possível solução para este problema seria oficiar os interessados, informando a eles que foi identificada irregularidade praticada por determinada pessoa (cuja identidade poderia, inclusive, ser omitida nesta comunicação inicial, embora seja divulgada quando há o julgamento dos processos sancionadores), informando os pregões em que isto ocorreu, na negociação de certos ativos, e que tal pessoa poderia ter direito a buscar indenização perante o prejudicado. Com tal informação, a parte prejudicada poderia avaliar a conveniência de requerer, ela mesma, a quebra judicial do sigilo para, com todas as informações disponíveis, decidir se vai ou não buscar o resarcimento de prejuízos.

Poder-se-ia questionar se, ao divulgar estas informações, a CVM não estaria violando o sigilo bancário, porque ela estaria abrindo, ainda que indiretamente, o sigilo sobre determinadas transações financeiras.

Não nos parece ser o caso, porque a informação transmitida é composta por duas partes: a primeira, que diz respeito à realização de negociação pelo investidor prejudicado, já é de conhecimento deste, de modo que quanto a este ponto não há que se falar em violação de sigilo (e, a rigor, a CVM sequer precisa informar ao investidor os detalhes de suas próprias negociações, porque ele já tem acesso a eles, mas apenas que teve como contraparte – ou assessor – pessoa condenada por prática irregular). A segunda parte, relativa às práticas irregulares pelo acusado, tampouco está sujeita a sigilo, e é inclusive divulgada ao público nas decisões condenatórias da CVM.

O raciocínio, neste caso, é semelhante ao da teoria do mosaico, que já tivemos ocasião de comentar¹⁹. Na teoria do mosaico, considera-se que não são relevantes, para fins de *disclosure*, informações que, isoladamente, não seriam relevantes mas, em conjunto com outros fatos públicos, influenciam a decisão de negociar. Informações parciais sobre negócios realizados não acarretam violação ao dever de sigilo se não representam a divulgação de informações dos negócios de particulares. Portanto, se não fosse possível oficiar a cada potencial interessado, seria possível ainda divulgar edital com informações fundamentais sobre as irregularidades apuradas (mas sem detalhar os dados de todos os que atuaram no mercado na ocasião) para que estes potenciais prejudicados identifiquem se podem buscar resarcimento para danos sofridos.

Desse modo, com esta medida relativamente simples, a CVM auxiliaria potenciais prejudicados a obter o resarcimento por prejuízos causados por condutas indevidas. A fim de facilitar este procedimento, a autarquia poderia facultar aos investidores o cadastramento de um e-mail para notificações, de modo a facilitar a transmissão destas informações.

¹⁹ MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 178.

O mesmo procedimento poderia ser adotado pela BSM, nos casos em que não pudesse fixar o valor do ressarcimento de prejuízos, ou em que o ressarcimento fosse devido por terceiro não sujeito a sua jurisdição.

Restam os casos em que os prejuízos são grandes, mas dispersos entre muitos investidores. Para estas hipóteses, há a previsão da ação civil pública em mercado de capitais, e neste caso caberia a quem tivesse conhecimento dos fatos ilícitos informar o Ministério Público para as medidas cabíveis.

9. Momento da divulgação e pré-julgamento

O momento ideal da divulgação da irregularidade detectada, sob a perspectiva da convicção acerca de sua existência, seria após o seu efetivo julgamento na esfera administrativa ou judicial. No entanto, é sabido que o tempo de duração dos processos pode dificultar e eventualmente até mesmo inviabilizar a indenização dos investidores caso se aguarde.

Uma vez que a autoridade reguladora ou autorreguladora tenha apurado elementos bastante para forma convicção quanto à existência de irregularidade suficiente para entender ser cabível formular acusação, incluindo oitiva prévia dos futuros acusados, já se poderia cogitar da divulgação, ao mercado, dos dados essenciais para que eventuais prejudicados possam pleitear a indenização a que entendam fazer jus.

Este é, diga-se de passagem, o critério adotado para a comunicação ao Ministério Público quando há indícios de crime, e se a parte pode se sujeitar desde então a consequências criminais, não há razão para que não possa responder, também, civilmente, respeitado sempre seu direito à ampla defesa.

O investidor, por sua vez, que decidir propor ação com base no julgamento preliminar do regulador o fará ciente de que o próprio regulador pode, ao julgar o caso, adotar posicionamento distinto daquele que fundamentou a acusação. De todo modo, não se pode perder de vista que uma eventual absolvição administrativa não necessariamente implicará em afastamento de obrigação de indenizar.

10. Responsabilidade dos administradores

Convém cogitar, ainda, da eventual responsabilidade dos administradores quando se trata de práticas de manipulação de mercado ou de *insider trading*.

Tendo considerado a companhia como potencial manipuladora, no simples sentido de que

sua atuação é grande o bastante para influenciar preços, Chatterjea, Cherian e Jarrow afirmam que ela poderia, com o fim de maximizar os ganhos de seus acionistas, adotar procedimentos informacionais eficientes para prevenir a manipulação baseada em informação, bem como outras medidas para afastar modalidades diversas de manipulação²⁰.

Os deveres de informar das companhias abertas brasileiras são razoavelmente abrangentes e alinhados com a prática internacional; embora dificultem e inviabilizem determinados tipos de manipulação, têm fundamento legal próprio. A distinção é importante: o dever de divulgar fatos relevantes, por exemplo, está previsto especificamente na Lei nº 6.404/76. Esse dever reduz a possibilidade de manipulação por meio de divulgação de informações falsas, mas não corresponde a uma obrigação de refutar todo e qualquer rumor infundado.

Com efeito, não está expresso na legislação brasileira que as companhias deveriam fiscalizar ativamente e coibir a ocorrência de manipulação com seus ativos. Os deveres gerais dos administradores determinam que persigam o interesse social, mas seria excessivo – além de não corresponder com a realidade do mercado – inferir de tais deveres uma obrigação específica sobre os abusos no mercado de capitais. De resto, o acesso das companhias às informações sobre as negociações com suas ações é mais limitado que aquele da bolsa e da CVM, o que torna discutível a utilidade de sua atuação em duplicidade. Portanto, apenas em situações excepcionais se poderia cogitar da necessidade de atuação ativa da companhia aberta na repressão a abusos no mercado de capitais.

Seria possível cogitar desta exigência por meio das normas de listagem, a exemplo de outros requerimentos constantes dos segmentos especiais da B3, ou mesmo através do estatuto social.

Em um interessante precedente a CVM ponderou, dentre outros fatores em uma operação complexa, que os administradores não estariam cumprindo adequadamente seus deveres ao adotar, para a fixação do preço de emissão de ações, critério suscetível a manipulação. Não se chegou, porém, a definir se no caso concreto o critério adotado havia efetivamente sujeitado a Companhia a tais manipulações:

26. Tal opinião, com efeito, não me parece condizente com o regime jurídico a que se sujeitam os administradores de companhias abertas, nos termos da Lei nº 6.404/1976, em virtude do qual devem servir com diligência e lealdade à companhia e exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem de acordo com o interesse social. Em razão desses deveres

²⁰ CHATTERJEA, Arkadev; CHERIAN, Joseph A.; JARROW, Robert A. Market Manipulation and Corporate Finance: a new perspective. *Financial Management*, 1993, p. 204-208. A respeito da aptitude da companhia para tanto, cf. BLACK, Bernard. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, 48 *UCLA L. Rev.* 781, 803 (2001), p. 828, mencionando a importância da cultura de *compliance*.

fiduciários, não seria lícito aos administradores adotar procedimento de precificação vulnerável a toda sorte de manipulação e, por isso mesmo, inábil a refletir o valor econômico das ações da companhia, ainda que restassem formalmente atendidas as prescrições do art. 170.

(...)

30. Daí decorre, em definitivo, que não se mostraria compatível com o dado normativo vigente a adoção pela administração da companhia de procedimento de precificação que, sendo vulnerável a manipulações, fosse inapto a traduzir o valor econômico das ações.

31. Nada obstante, tendo em vista os estritos limites deste processo sancionador, não me parece necessário apreciar se, de fato, o procedimento de precificação adotado pela administração da Teka contrariou as disposições da Lei nº 6.404/1976. Isto porque, ainda que fossem procedentes os argumentos da SEP, não seria possível, a meu ver, vislumbrar qualquer prática não equitativa. Afinal, o fato de o período de precificação ter sido curto e posterior ao anúncio do aumento de capital, bem como o fato de ter sido utilizada a média simples da cotação de fechamento dos pregões, não indicam que a Ekika tenha sido colocada em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Ao reverso, ainda que se admitam as irregularidades apontadas pela SEP, o procedimento de precificação, em si, não estabeleceu distinções entre os subscritores do aumento de capital.²¹

Isto não afasta, obviamente, a sujeição do emissor às regras como qualquer outro agente quando ela negocia no mercado, com os seus valores mobiliários ou de terceiros, o que demanda especial atenção às regras relativas às negociações de valores mobiliários de sua própria emissão.

Nos casos em que os administradores tenham conhecimento de indícios de práticas irregulares, eles deverão avaliar a necessidade de medidas para defender o interesse da companhia (como afastamento de diretores pelo Conselho de Administração, ou ciência à assembleia das irregularidades apontadas para que esta possa, por exemplo, deliberar a respeito da destituição do administrador envolvido na prática ilícita).

Além disso, havendo potencial de informação relevante para os acionistas (ou para quotistas, no caso de fundo de investimento), a informação deverá ser divulgada.

Os administradores deveriam, assim como os reguladores e autorreguladores, avaliar em

²¹ Caso Teka – PAS CVM nº RJ2012/13605, j. em 23.08.2016. Voto vencedor do diretor-Relator Pablo Renteria.

cada caso de abuso do qual tem conhecimento, se há investidores potencialmente prejudicados que deveriam ter conhecimento dos fatos para que possam decidir se é o caso de buscar indenização civil a que tenham direito. Em caso positivo, cabe-lhes buscar, observadas as restrições legais – notadamente quanto ao sigilo financeiro – dar ciência a tais investidores das informações de que necessitam para fazer valer seus direitos, podendo se inspirar, neste processo, nas regras relativas à descoberta, previstas no Código Civil, assim como ocorre em relação ao regulador e autorreguladores do mercado.

ANEXO:

PROGRAMAÇÃO

Seminário Código Civil e o Mercado de Valores Mobiliários

Rua Sete de Setembro, 111 – 34º andar. Centro, Rio de Janeiro – RJ

8h20: Credenciamento

9h às 9h15: Abertura

Marcelo Barbosa, Presidente da Comissão de Valores Mobiliários

9h15 às 9h40: Palestra Inicial

Pablo Renteria, Diretor da Comissão de Valores Mobiliários

"*Direito Civil e o Mercado de Valores Mobiliários*"

9h40 às 10h25: PAINEL I

RESPONSABILIDADE SUBJETIVA E OBJETIVA – NEXO DE CAUSALIDADE NAS AÇÕES DE RESPONSABILIDADE NO MERCADO DE CAPITAIS

Subtemas: Responsabilidade dos acionistas controladores, dever de diligência de administradores e intermediários em ofertas públicas de valores mobiliários, administradores de recursos de terceiros

Mediator: João Pedro B. do Nascimento, Professor da FGV Direito Rio. Doutorando e Mestre em Direito Comercial pela USP

Debatedores: Erik F. Oioli, Diretor da ID SVM e Professor no Insper/SP, e Bruno Miranda Gontijo, Mestrando em Direito Empresarial pela UFMG

10h25 às 10h45: Intervalo

10h45 às 11h30: PAINEL II

MODELO DE ESTRUTURA SOCIETÁRIA APPLICADO AOS PARTICIPANTES REGULADOS PELA CVM

Subtemas: Regime jurídico das firmas de auditoria independente

Mediator: Otávio Yazbek, Ex-Diretor da CVM

Debatedores: José Carlos Bezerra da Silva, Superintendente de Normas Contábeis e de Auditoria na CVM, e Leonardo Anthero Auriema, Mestrando em Direito Civil pela FADUSP, Especialista em Contabilidade e Finanças pela FIPECAFI

11h30 às 12h15: PAINEL III

DEVER DE INFORMAÇÃO DOS ADMINISTRADORES, DESAFIOS A SEREM ENFRENTADOS E CAMINHOS A SEREM PERCORRIDOS

Subtemas: Lei 13.506/2017

Mediator: Luis André Negrelli de Moura Azevedo, Conselheiro da RDSVM, Ex-presidente do IDSA (Instituto de Direito Societário Aplicado)

Debatedores: Evandro F. Pontes, Diretor do ID SVM, Professor no Insper/SP, e Ricardo Villela Mafra Alves da Silva, Doutorando em Direito Empresarial pela UERJ

12h15 às 12h30: Encerramento

Professor Associado Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes França, Professor Associado da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Nelson Eizirik, presidente da Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, uma publicação da ID SVM; Professor na FGV/Rio; ex-Diretor da CVM

