

UNIVERSIDADE DE RIBEIRAO PRETO
FACULDADE DE DIREITO “LAUDO DE CAMARGO”

PLINIO MARCOS DE SOUSA SILVA

MERCADO DE CAPITAIS:
SISTEMA PROTETIVO DOS INTERESSES COLETIVOS DOS INVESTIDORES E
CONSUMIDORES.

RIBEIRÃO PRETO

2008

PLINIO MARCOS DE SOUSA SILVA

MERCADO DE CAPITAIS:

**SISTEMA PROTETIVO DOS INTERESSES COLETIVOS DOS INVESTIDORES E
CONSUMIDORES.**

Dissertação apresentada ao Programa de
Mestrado em Direito da Universidade
de Ribeirão Preto – UNAERP, como
requisito parcial para obtenção do título
de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Adalberto Simão Filho

RIBEIRÃO PRETO

2008

Ficha catalográfica preparada pelo Centro de Processamento
Técnico da Biblioteca Central da UNAERP

- Universidade de Ribeirão Preto -

S586m

Silva, Plínio Marcos de Sousa, 1969 -

**Mercado de capitais: sistema protetivo dos interesses
coletivos dos investidores e consumidores / Plínio Marcos
de Souza Silva. - - Ribeirão Preto, 2008.**

165 f.

Orientador: Prof. Dr. Adalberto Simão Filho.

Dissertação (mestrado) - Universidade de Ribeirão Preto,
UNAERP, Direito, área de concentração: Direitos coletivos
e Função social do direito. Ribeirão Preto, 2008.

1. Direito. 2. Direitos coletivos. 3. Mercado de capitais.
4. Consumidores – Proteção - Direito. I. Título.

CDD: 340

Autor: PLINIO MARCOS DE SOUSA SILVA

**Título: MERCADO DE CAPITAIS: SISTEMA PROTETIVO DOS INTERESSES
COLETIVOS DOS INVESTIDORES E CONSUMIDORES**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado
em Direito da Universidade de Ribeirão Preto –
UNAERP, como requisito parcial para obtenção
do título de Mestre em Direito.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof.(a) Dr.(a) Adalberto Simão Filho
Universidade de Ribeirão Preto

Prof.(a) Dr.(a) Flávia de Almeida M. Zanferdini
Fundação Armando Álvares Penteado

Prof.(a) Dr.(a) Lucas de Souza Lehfeld
Universidade de Ribeirão Preto

Ribeirão Preto, 27 de junho de 2008

Dedico este trabalho a todos os meus professores, por sua importância fundamental e essencial em meu constante aprendizado.

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Dr. Adalberto Simão Filho, pelos ensinamentos e por sua orientação nesta dissertação de Mestrado;

Ao Professor Dr. José Querino Tavares Neto, por sua amizade, pela acolhida na Universidade de Coimbra (Portugal), por ocasião das pesquisas, referentes a esta dissertação, realizadas junto à biblioteca daquela Universidade, bem como pela inestimável contribuição para o desenvolvimento deste trabalho;

Ao Professor Dr. Juventino de Castro Aguado, por todo apoio;

Ao Banco do Brasil S/A, pela Bolsa de Estudos concedida, bem como ao Dr. Paulo César Guerche, pela amizade e por ter possibilitado a conclusão dos créditos e a realização do Mestrado;

A todos os professores e funcionários da Universidade de Ribeirão Preto, especialmente à Joana e à Cecília, por sua disponibilidade e paciência;

Aos meus familiares, e

Aos amigos da Assessoria Jurídica do Banco do Brasil em Ribeirão Preto e da Diretoria Jurídica em Brasília, bem como a todos os demais amigos e pessoas que, direta ou indiretamente, colaboraram com este trabalho.

“Passaram-se apenas seis meses depois da queda do Muro, e o Papa, no México, falando aos empresários, comentou as mudanças na Europa centro-oriental. Disse que, mesmo tendo o ‘socialismo real’ chegado ao fim, não por isso vencera o sistema capitalista. No mundo restavam a pobreza de antes, as mesmas desigualdades macroscópicas na distribuição de recursos. Elas representavam a consequência dos efeitos provocados por um certo tipo de liberalismo sem regras, indiferente ao bem comum, especialmente no Terceiro Mundo”

Cardeal Stanislaw Dziwisz, secretário particular do Papa João Paulo II, obra intitulada “Uma vida com Karol”.

RESUMO

O Mercado de Capitais é uma importante fonte de aplicação de recursos financeiros, sendo também, fundamental para o desenvolvimento das empresas, e conseqüentemente de todo o país, uma vez que promove o financiamento das companhias, fornecendo capital para fazer frente aos seus investimentos. As empresas, que ofertam e negociam suas ações no Mercado de Capitais, devem estar constantemente preocupadas com a transparência, fornecer informações ao mercado e divulgar os fatos relevantes. As altas e baixas na cotação dos valores mobiliários, que são normais quando se trata do regular funcionamento do Mercado de Capitais, podem acarretar indevidos e elevados lucros àqueles que detém informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao mercado (*insiders*), gerando, com isso, sérios prejuízos aos investidores. É fundamental conceder proteção numa relação contratual em que haja desequilíbrio de forças entre os participantes. O investidor, quando utiliza os valores por ele poupados e os aplica no Mercado de Capitais, está adquirindo produtos e serviços nesse mercado: está adquirindo valores mobiliários e utilizando o serviço oferecido pelos intermediários: a administração de seus investimentos. Logo, este investidor, atuando no mercado de maneira não profissional, e não sendo investidor institucional, deve ser equiparado ao consumidor. Poderá o investidor buscar a reparação de prejuízos sofridos, em razão da manipulação indevida das condições do Mercado de Capitais. Entretanto, a proteção aos investidores não visa eliminar os riscos naturais do Mercado de Capitais, nem assegurar lucratividade, ou garantir um resultado econômico favorável. O Mercado de Capitais precisa, também, estar fundamentado em valores Éticos.

PALAVRAS-CHAVE: Mercado de Capitais – Investidor – Consumidor – Proteção – Direitos Coletivos

RESUMEN

El Mercado de Capitales es una fuente importante de aplicación de los recursos financieros, siendo, también, básico para el desarrollo de las compañías y por lo tanto de todo el país, desde que el financiamiento promueve la compañía, proveendo el capital para hacer frente a sus inversiones. Las compañías, que ofrecen y negocian sus acciones en la bolsa, deben estar preocupadas constantemente con la transparencia, proveer las información al mercado y la divulgación de los hechos excelentes. Las altas y las bajas en la cotación de los valores inmobiliarios, que son normales cuando el funcionamiento de la bolsa está bajo la regulación, pueden causar beneficios indevidos a quienes retienen la información privilegiada, todavía no divulgada al mercado (*insiders*), generando, con esto, daños serios a los inversionistas. Es fundamental conceder protección en una relación contractual donde haya desequilibrio de fuerzas entre los participantes. El inversionista, cuando utiliza los valores que él ahorró y los aplica en la bolsa, está adquiriendo productos y servicios en este mercado: está adquiriendo valores inmobiliarios y está utilizando el servicio ofrecido por los intermediarios: la administración de sus inversiones. Entonces, este inversionista, actuando en el mercado de manera no profesional, y no siendo inversionista institucional, debe ser igualado al consumidor. El inversionista podrá buscar la reparación de daños sufridos, en razón de la manipulación incorrecta de las condiciones de la bolsa. Sin embargo, la protección a los inversionistas no tiene como objetivo eliminar los riesgos naturales de la bolsa, ni asegurar lo beneficioso, o garantizar un resultado económico favorable. La bolsa, el Mercado de Capitales ,necesita, también,estar basado en valores éticos.

PALABRAS – CLAVE: Mercado de Capitales – Consumidor- Protección - Derechos Colectivos .

ABSTRACT

The Capital Market is an important source of financial resources application and it is also fundamental to the companies development, and consequently the whole country, since it promotes the companies financing, providing capital to deal with their investments. The companies, which offer and negotiate their stocks in Capital Market, must be constantly worried about the transparency, to provide information to the market and disclose the relevant facts. The high and low on the securities prices, which are normal when it comes to the regular Capital Markets functioning, may cause improper and high profits for those who hold privileged information, not yet disclosed to the market (*Insiders*), generating with that, serious damages to investors. It is essential to grant protection in a contractual relation in which there is imbalance of power among the participants. The investor, when using the values saved by him in the Capital Market, he is acquiring products and services in that market: he is acquiring securities and using the service offered by intermediaries - the administration of their investments. So, that investor, acting in the market for non-professional way, not being institutional investor, should be treated as a consumer. The investor may seek compensation for damages suffered by improper manipulation reason of the capital market conditions. However, the protection for investors is not intended to eliminate the natural capital market risks, nor ensure profitability, or guarantee a favorable economic result. The Capital Market must also be based on Ethical values .

KEYWORDS: Capital Market – Investors – Consumer – Protection – Class Action

RIASSUNTO

Il Mercato dei Capitali è una fonte importante dell'applicazione di cifre finanziarie ed è anche fondamentale per lo sviluppo dell'aziende e, di conseguenza, l'intero paese, in quanto promuove il finanziamento dell'aziende, fornendo capitale a loro investimenti. Le aziende, che offrono e negoziano le sue azioni nel mercato dei capitali, deve essere preoccupato per la trasparenza, fornire informazioni e rivelare i fatti rilevanti. Le alte e le basse sui prezzi di valori mobiliari, che sono normali quando si tratta di regolare funzionamento dei mercati dei capitali, può provocare indebite e profitti elevati per quello che detengono informazioni privilegiate, non ancora a conoscenza del mercato (*insider*), generando, con che, gravi danni per gli investitori. E' essenziale ai fini di protezione in un rapporto contrattuale dove ha squilibrio di potere fra i partecipanti. L'investitore, che usano le cifre ha salvato e si applicano nel mercato dei capitali, è l'acquisizione di prodotti e servizi nel mercato in questione: è l'acquisizione di valori mobiliari e utilizzando il servizio offerto da intermediari: l'amministrazione dei loro investimenti. Così, questo investitore, che agiscono nel mercato dei non professionisti modo, non essendo investitore istituzionale, deve essere trattato il consumatore. Sarà l'investitore chiedere un risarcimento per i danni subiti in conseguenza di un uso improprio delle condizioni del mercato dei capitali. Tuttavia, la protezione per gli investitori non è destinato a eliminare i rischi naturale di mercato del capitale, né assicurare la redditività, o garantire un esito economico favorevole. Il Mercato Azionario deve anche essere basata sui valori etici.

PAROLE CHIAVE: Mercato dei Capitali - Investitori – Consumatori - Tutela - Diritti Coletivi.

LISTA DE ABREVIATURAS

ADR	American Depositary Receipt
ACP	Ação Civil Pública
BDR	Brazilian Depositary Receipt
BM&F	Bolsa Mercantil e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPES	Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CC	Código Civil
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
GDR	Global Depositary Receipt
IASC GAAP	International Accounting Standards Committee
NASDAQ	National Association for Securities Dealers Automated Quotation
S/A	Sociedade Anônima
SEC	Securities Exchange Commission
SOMA	Sociedade Operadora do Mercado de Ativos
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	15
2. DIREITO, ECONOMIA E SISTEMA FINANCEIRO	20
2.1. Capitalismo e Globalização	24
2.2. Direito Societário	27
2.2.1 Sociedades Anônimas.....	32
2.2.2 Governança Corporativa	37
2.3 Sistema Financeiro	44
2.3.1 Conselho Monetário Nacional.....	48
2.3.2 Banco Central do Brasil.....	49
2.3.3 Comissão de Valores Mobiliários.....	49
2.3.4 Banco do Brasil S/A	52
2.3.5 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social....	53
2.3.6 Secretaria de Previdência Complementar.....	53
2.3.7 Sociedades Corretoras e Distribuidoras.....	54
2.3.8 Bolsas de Valores.....	55
2.3.9 Bolsa Mercantil e Futuros e a Nova Bolsa.....	55
3. MERCADO DE CAPITAIS	58
3.1. Mercado Primário e Mercado Secundário.....	66
3.1.1 Mercado Primário.....	66
3.1.2 Mercado Secundário.....	67
3.2. Mercado de Balcão.....	68

3.3	Bolsa de Valores.....	69
3.4.	Operações de Mercado.....	75
3.5.	Modalidades Operacionais.....	76
3.5.1	Mercado a Vista.....	76
3.5.2	Mercado a Termo.....	76
3.5.3	Mercado Futuro de Ações.....	76
3.5.4	Mercado de Opções.....	77
3.6	Pregão.....	77
3.7	Home Broker.....	78
3.8	Sistema de Pagamentos Brasileiro - <i>Clearing Houses</i>	81
3.9	Valores Mobiliários.....	84
3.9.1	Ações.....	86
3.9.2	Partes beneficiárias.....	91
3.9.3	Debêntures.....	91
3.9.4	Bônus de Subscrição.....	94
3.9.5	Notas Comerciais.....	95
3.9.6	ADR e BDR.....	95
4.	SISTEMA PROTETIVO DOS INTERESSES COLETIVOS DOS	
	INVESTIDORES E CONSUMIDORES.....	97
4.1	Investidores.....	97
4.1.1	Investidores comuns ou não-institucionais.....	99
4.1.2	Investidores externos ou não-residentes.....	100
4.1.3	Investidores institucionais ou qualificados.....	101
4.2	Consumidores.....	104
4.3	Equiparação de investidores a consumidores.....	115

4.4	Proteção aos investidores e consumidores.....	117
4.4.1	Dever de informação e direito à informação.....	122
4.4.2	Deveres de conduta e fiscalização desses deveres.....	127
4.4.3	Repressão ao <i>Insider trading</i>	128
4.4.4	Ombudsman.....	131
4.4.5	Proteção Coletiva – especificidades.....	132
4.4.5.1	Ação Civil Pública: Reparação de Danos aos Investidores.....	141
4.5	Ética e o Mercado de Capitais.....	144
4.6	Limites ao Sistema Protetivo.....	150
5.	CONCLUSÃO.....	152
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	157

1 - INTRODUÇÃO

O Mercado de Capitais passou a ter importância fundamental dentro de todo o processo de desenvolvimento da economia mundial. Trata-se, em princípio, de um ambiente de realização de transações dinâmicas, um sistema que distribui os valores mobiliários, visando proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas, viabilizando o processo de capitalização destas. As empresas têm procurado satisfazer suas necessidades de financiamento para suas atividades, cada vez mais por meio da emissão de valores mobiliários no Mercado de Capitais e, cada vez menos, pelos financiamentos junto aos bancos, os quais, em alguns casos, podem ter custos mais elevados.

No presente trabalho iremos investigar a importância de se conceder proteção numa relação contratual, principalmente se houver desequilíbrio de forças entre os participantes. A busca do lucro, o surgimento de grandes grupos econômicos, o consumismo, as condições desfavoráveis de mercado, entre outros, podem provocar desequilíbrio nas relações entre fornecedores, consumidores e investidores. Aqui aparece uma das questões que será objeto de estudo: Podem ser utilizados, pelos investidores no Mercado de Capitais, os mesmos mecanismos de proteção aos consumidores? Estes dois institutos podem ser equiparados?

As especulações, ilegítimas e ilegais, do Mercado de Capitais podem provocar sérios prejuízos aos investidores. As altas e baixas na cotação dos valores mobiliários podem acarretar elevados lucros aos especuladores, principalmente, àqueles que detém informações privilegiadas e, de outro lado, irá gerar sérios prejuízos aos investidores. Os *insiders*, como são denominados esses especuladores, valem-se de informações ainda não divulgadas ao mercado para obterem ganhos ilícitos. Tais situações precisam ser inibidas, por meio de utilização dos mais diversos mecanismos, visando manter a credibilidade e a transparência do Mercado de Capitais. As empresas que ofertam e negociam seus valores mobiliários no Mercado de Capitais devem estar constantemente

preocupadas com a transparência, com o fornecimento de informações e divulgação dos fatos relevantes, tornando-os de conhecimento amplo aos investidores.

O estudo deste tema se mostra importante em razão da necessidade de se verificar o funcionamento, a delimitação e a proteção que deve merecer o investidor do Mercado de Capitais. O fenômeno da globalização, o crescimento vertiginoso das empresas e o lançamento de ações no mercado fazem com que a aquisição e venda de valores mobiliários, pelos investidores, necessitem estar adequadamente protegida, visando evitar-lhes danos e enriquecimento indevido daqueles que explorem o mercado de maneira enganosa, desleal e desprovida de Ética. Portanto, iremos demonstrar alguns mecanismos existentes, para auxílio ao investidor no Mercado de Capitais.

Será elaborada uma dissertação visando, também, analisar a relação do investidor com o Mercado de Capitais e vice-versa, analisar a atuação dos órgãos que regulam esse Mercado, para se verificar quais os sistemas existentes de proteção do investidor contra a especulação, e sua efetividade, bem como a proteção coletiva destes investidores. Trataremos, também, do estudo da Ética junto ao Mercado de Capitais, e sua aplicação perante aqueles que ali realizam seus negócios. A pesquisa poderá contribuir para uma visão global do tema, e para se encontrar novos mecanismos que possam evitar fraudes e punir com rigor àqueles que tentarem usar maliciosamente do mercado a seu favor, em detrimento dos demais investidores.

No capítulo segundo trataremos sobre a relação entre o Direito, a Economia e o Sistema Financeiro. Apesar de, Direito e Economia, serem ramos de ciência com várias diferenças, há pontos em comum, e de interesse recíprocos, fundamentais para o desenvolvimento da presente dissertação. Há bastante proximidade entre a Economia e o Direito Civil e o Direito Comercial. Fran Martins nos ensina que a atividade comercial é sempre especulativa, visando o lucro. O Capitalismo, preocupado com a acumulação de capital, e a globalização, que provoca o estreitamento das relações entre as nações, provocaram, conforme dizeres de Robert Kurz, o desmoronamento do socialismo. Com isso podemos notar, em princípio, que vários institutos do Direito são utilizados para regulamentar as relações econômicas. Extraímos importantes fundamentos das obras de Léo Huberman, Francisco de B.B. Magalhães Filho, Amador Paes de Almeida, José

Edwaldo Tavares Borba, Fábio Ulhoa Coelho, Rubens Requião, entre outros, acerca dos temas em destaque.

As sociedades anônimas, conceituadas por Cesare Vivante como uma pessoa jurídica que exerce comércio, com um patrimônio constituído pelas subscrições dos sócios, são uns dos pilares de sustentação do Mercado de Capitais, pois são estas que emitem os valores mobiliários ali negociados. A governança corporativa, com conceito bem delimitado por Adalberto Simão Filho, representa um instrumento de sintonia entre o mercado e as empresas. A implantação pelas empresas das práticas de boa governança corporativa (*corporate governance*), mostram-se fundamentais para o seu desenvolvimento sólido, e as tornam confiáveis perante o mercado, valorizando, com isso, o preço de seus papéis, negociados no Mercado de Capitais. E isso tem contribuído para o aumento daqueles que se interessam em investir nesse mercado, em razão de apresentar maior segurança e transparência. Fundamentais além dos autores citados, as obras de José Joaquim Gomes Canotilho, Milton Nassau Ribeiro, Emílio Diaz Ruiz, Boaventura de Sousa Santos e Thelma de Mesquita Garcia Souza. Finalizando este capítulo, trataremos da estrutura do Sistema Financeiro, destacando seus principais componentes, suas funções, sendo estes os responsáveis pelo regular funcionamento do Mercado de Capitais.

Dentro do capítulo terceiro, que versará sobre o Mercado de Capitais e sua composição, iremos abordar a origem e evolução da moeda, o aparecimento dos mercados, seu conceito, suas funções, sua composição e importância. Eros Roberto Grau, nos ensina que os mercados não são somente os lugares onde realizam trocas, são também, instituições jurídicas. O Mercado de Capitais é dividido entre o mercado primário, onde ocorre a colocação inicial de ações no mercado (*underwriting*) pelas empresas, e o recebimento de recursos em seu caixa. No mercado secundário, os títulos são lançados no mercado, por aqueles que os adquiriram no mercado primário, conforme ensina Juliano Lima Pinheiro. Impende destacar Valdir de Jesus Lameira, Nelson Eizirik, Luis Gastão Paes de Barros Leaes, Roberto Papini, Jorge Ribeiro de Toledo Filho, Arnold Wald, Francisco Cavalcanti, Jorge Yoshio Misumi, Luiz Fernando Rudge, dentre outros.

Ainda no capítulo terceiro discorreremos sobre a Bolsa de Valores, sua origem, sua importância, suas funções. Otávio Yazbek nos ensina que a Bolsa é o lugar

onde se encontram possíveis compradores e vendedores de certos bens. Na Bolsa de Valores, esses bens são os valores mobiliários. A Bolsa de Valores de São Paulo-BOVESPA- criou 3 níveis para enquadrar as empresas, de acordo com o atendimento de determinadas regras: são eles o Nível 1, o Nível 2 e o Novo mercado. Entre os modos de se operar na Bolsa de Valores, daremos destaque ao *Home Broker*, uma vez que as negociações se fazem a distância, por meio eletrônico, com possibilidades de fraudes. Trataremos, ainda, dos principais valores mobiliários, tais como ações, debêntures, *commercial papers*, partes beneficiárias e bônus de subscrição.

No capítulo quarto, cuidaremos do tema principal desta dissertação, que é o Sistema Protetivo dos Interesses Coletivos dos Investidores. Porém, para poder chegar a este ponto, necessário se faz verificar se os investidores necessitam efetivamente de proteção e, caso positivo, que espécie de investidor e se podem ser aplicadas as normas protetivas dos consumidores. Discorreremos sobre os tipos de investidores (institucionais, não-institucionais e estrangeiros). Analisaremos, sob a ótica do Código de Defesa do Consumidor, a definição de consumidores e fornecedores, as relações de consumo. Neste ponto destacamos a importante contribuição da obra de Newton de Lucca, Cláudia Lima Marques e Ada Pelegrini Grinover. Abordaremos a questão da equiparação jurídica entre investidores e consumidores e aplicabilidade das normas insculpidas pela Lei 8.078/90 – Código de Defesa do Consumidor. Necessário destacar a essencialidade da obra da autora portuguesa, Sofia Rodrigues Nascimento, que traz importantes considerações acerca do tema. Abordaremos as questões atinentes ao dever de informação e ao direito à informação, básicos para a decisão dos investidores sobre a aquisição ou venda de determinado valor mobiliário.

Abordaremos a questão do *insider trading*, que, em princípio, é aquele que possui informações privilegiadas e faz uso indevido das mesmas, sendo certo que José Marcelo Martins Proença em seu livro sobre este tema, traz uma grande contribuição à presente dissertação.

Também no capítulo quarto, trataremos da proteção coletiva dos investidores e da Ação Civil Pública para proteção dos investidores, sendo importante ressaltar que as linhas de pesquisa definidas para o Curso de Mestrado da Universidade de Ribeirão Preto

abordam os Direitos Coletivos e a Função Social do Direito. Assim, o tema da presente dissertação, ao tratar de investidores, consumidores, proteção coletiva e Ação Civil Pública, está indo ao encontro das linhas de pesquisas definidas pela Universidade de Ribeirão Preto e pela CAPES. Para o estudo da proteção coletiva foram fundamentais as obras de Lionel Zaclis, Teori Albino Zavaski, Hugo Nigro Mazzili, entre outros.

Tratamos, ainda, de Ética e o Mercado de Capitais, questão fundamental dentro de um sistema voltado para a busca de ganhos de capital e que, por vezes, essa busca pode implicar em atitudes eticamente reprováveis. Necessário destacar a utilização das obras de Aristóteles, Fábio Konder Comparato, Marilena Chauí, Chaim Perelman e André Comte-Sponville. Por fim, destacaremos que a proteção aos investidores e consumidores deve possuir limites, ante o risco que é inerente ao Mercado.

No capítulo quinto, fazemos algumas proposições e argumentações à guisa de conclusão.

2 – DIREITO, ECONOMIA E SISTEMA FINANCEIRO

Apesar de serem ramos de ciência bastante diferentes, guardando certa distância entre si, Direito e Economia, atualmente, precisam caminhar juntos tendo em vista que o Direito está presente na Economia visando regular relações econômicas, elaboração de contratos, solucionar conflitos de interesses, tendo, portanto, papel fundamental na organização econômica de um Estado. Entretanto, ambos devem ter seus campos de atuação delineados e respeitados para que não haja a interferência nociva de uma área na outra. Passaremos a estudar a evolução da história econômica, o surgimento das sociedades comerciais, analisaremos as Sociedades Anônimas, de grande importância para o presente trabalho, a Governança Corporativa, o Sistema Financeiro, o capitalismo e a globalização.

A história da economia nada mais é do que a história de como os homens se relacionam entre si para, através do trabalho, extrair da natureza a satisfação de suas necessidades. Em cada estágio de sua evolução essa história terá características próprias, específicas, condicionadas pelo grau atingido pelo homem em sua capacidade de fabricar e utilizar instrumentos de trabalho, pois é com estes instrumentos, e não com sua vontade ou suas idéias, que ele obtém a satisfação de suas necessidades básicas.¹

Nos primórdios da civilização o homem vivia em cavernas, depois passou a organizar-se em tribos, andava em grupos, deslocando-se à procura de alimentos e abrigo. Os grupos sociais bastavam por si próprios, utilizavam o que obtinham da natureza ou produziam aquilo de que tinham necessidade para sua sobrevivência. O que era produzido em excesso, por algum grupo, passou a ser objeto de troca com o que era produzido em excesso por outros grupos sociais. No entanto, tratava de uma forma rudimentar de comércio, uma vez que nem sempre o que era produzido em excesso por um grupo, era necessário ao outro.

¹ MAGALHAES FILHO, Francisco de B.B. de. *História econômica. 11ª.ed.* São Paulo: Saraiva, 1987. p. 8.

As antigas assembleias tribais, onde homens e mulheres se reuniam para tomar decisões que afetavam a todos, deram origem aos primeiros reinos e impérios agrícolas. Com as civilizações agrícolas, o homem passou a organizar-se em reinos, sob forma monárquica, com poderes em mãos dos donos de terra, que não compartilhavam seu poder. Surgiram as primeiras cidades, depois, os primeiros Estados, com suas características peculiares. Os fenícios são considerados, por alguns autores, como um povo que praticou comércio em grande escala. Na Grécia surgiram contratos, como o câmbio marítimo. Destaca-se, posteriormente, o grande desenvolvimento comercial das cidades situadas às margens dos oceanos. Tais cidades promoveram diversos tratados e acordos visando normatizar as suas relações comerciais.

O sistema produtivo alcançava níveis cada vez mais elevados, o conhecimento científico evoluía, era criada uma certa estrutura política e as manifestações intelectuais e artísticas floresciam. Com isso, ocorria também a evolução das necessidades do homem, buscando novas mercadorias e produtos mais sofisticados. Houve evolução das comunidades, produção de excedente econômico e surgimento de diferentes hábitos de consumo, com novas e variadas necessidades.

Os comerciantes serviam de intermediários entre os produtores e os consumidores. Corriam riscos em razão de que as mercadorias deterioravam, caso não encontrasse interessados em sua aquisição, ou perdiam seu valor. Para fazer frente a esses riscos, pagar seus empregados, conservação de estoques, entre outros, necessitavam de uma margem de lucro. Assim, a atividade comercial mostra seu cunho especulativo, visando sempre vender por mais o que adquiriu por menos.²

O desenvolvimento das civilizações comerciais provocou, também, modificações quanto à organização do Estado. O desenvolvimento do comércio deu, aos comerciantes, força crescente perante o Estado, e estes passaram a exigir um sistema de governo com características que atendessem o dinamismo de suas atividades e sem o absolutismo das monarquias, que se recusavam a atender as necessidades das atividades

² MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial*. 31^a ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 3.

comerciais. Portanto, o fortalecimento da classe dos comerciantes provoca, em alguns Estados, a substituição da monarquia por formas republicanas de governo.³

Os Estados organizados não poderiam ficar indiferentes às atividades especulativas e tiveram que passar a intervir nas relações comerciais, visando buscar o equilíbrio, evitando atividades especulativas e procurando a sua própria sobrevivência, através da cobrança de tributos. O Estado passou a regulamentar a atividade comercial, estabelecendo normas limitativas e, até mesmo, proibitivas ao exercício de determinadas atividades.

Ocorreu o desenvolvimento do comércio interno e internacional e surgiram, nos centros onde se realizavam negócios, os mercados e as feiras. Nos mercados, locais situados nas cidades, eram vendidos os produtos obtidos pelos agricultores, e também eram adquiridos outros bens produzidos pela comunidade local. Já as feiras eram realizadas esporadicamente e reuniam comerciantes de várias localidades para comercializarem seus produtos. Isto ocorreu com maior intensidade na Idade Média.

A grande expansão européia, ocorrida a partir da segunda metade do século XV, foi um elemento fundamental na caracterização e formação do mundo moderno. Foi uma expansão comercial em busca de rotas e entrepostos visando obter mercadorias e produtos de grande procura comercial e alto preço no mercado europeu. Com a exploração colonial cada vez maior, por parte dos países europeus, durante os séculos que se seguiram, criaram-se condições para o surgimento das primeiras economias industrializadas.

Os grandes estados comerciais europeus, no início do século XVII, eram a Inglaterra e a Holanda, em razão de suas posições geográficas, como porta de entrada do continente europeu, favorecendo as rotas comerciais, bem como pela tradição comercial. O comércio francês também possuía um crescente nível de desenvolvimento, sendo que a França era uma das grandes potências agrícolas européias.⁴

³ MAGALHAES FILHO, Francisco de B.B. de. *Op. Cit.* p. 68

⁴ Datam desta fase os primeiros estudos da economia como ciência, principalmente a partir dos trabalhos de Montchrestien, no início do século XVII. Consolida-se uma orientação de política econômica que trata de defender os interesses dos comerciantes e do Estado mediante a procura de uma balança comercial favorável, cujo saldo é recebido em metais preciosos; do fomento aos empreendimentos comerciais e industriais

Surgem as fábricas, reunindo os trabalhadores em locais destinados à produção de artigos manufaturados, com maior lucratividade e produtividade. Houve grande concentração de população nas cidades, abandonando a zona rural. Exemplo desse fenômeno foi a cidade de Londres, que no final do século XVI possuía por volta de 200.000 habitantes e, um século depois, possuía em torno de 600.000. A Revolução Industrial representou uma grande evolução das forças produtivas, porque até então, tudo era produzido utilizando-se, o próprio homem, de instrumento de trabalhos, aliados ao seu esforço pessoal, à força da água, dos ventos ou de animais.

Desenvolveu-se um sistema fabril, surgiram as máquinas, movidas a princípio pela força da água, provocando grandes inovações na indústria têxtil. No entanto a energia hidráulica não era suficiente, surgiram, então, as primeiras máquinas a vapor, o que provocou a grande revolução, com a utilização do vapor nos mais diversos tipos de máquinas, em vários ramos comerciais. A Inglaterra torna-se a mais importante potência mundial.

Daí em diante ocorreu uma rápida evolução dos sistemas produtivos, aumento da produtividade, perspectivas de crescimento da humanidade. Todas essas mudanças provocaram reflexos em todos os demais campos das ciências, dando impulso às mudanças no modo de vida do ser humano. O desenvolvimento proporcionado pela Revolução Industrial, com a criação das máquinas, novas energias, novos modelos de trabalho, provocou uma aceleração de invenções, novas alternativas de transportes, novos modelos econômicos, entre outros.

A Revolução Industrial provocou o surgimento, com maior vigor, de um novo sistema econômico e social que orientou as atividades econômicas na busca do lucro: o CAPITALISMO.

vinculados à exportação, inclusive pela garantia de monopólios e subsídios; e da fixação de tarifas alfandegárias protecionistas. Toda ênfase é dada ao mercado externo. É esta linha ou orientação de política econômica conhecida como mercantilismo. MAGALHAES FILHO, Francisco de B.B. de. *Op. Cit.* p. 231.

2.1 CAPITALISMO E GLOBALIZAÇÃO

Desde a mais remota antiguidade a civilização passa por mudanças na busca de melhorar as condições de vida dos seres humanos e, mais recentemente, dentro da história da humanidade, tem crescido sobremaneira a preocupação com o desenvolvimento sustentável, ou seja, progresso acompanhado de respeito ao meio-ambiente. No entanto, a necessidade de desenvolvimento social, o crescimento das empresas e o sistema capitalista, preocupado com a busca do lucro e do aumento do capital, acabam por gerar conflitos entre o binômio desenvolvimento e preservação do planeta.

O Capitalismo mostrou-se, em princípio, um sistema econômico que melhor adaptou-se às exigências econômicas da humanidade, apesar de todas as mazelas produzidas pela busca incessante, e até desumana, do lucro. Assiste-se à derrocada do socialismo, que se mostra como um sistema ideal, no entanto é exatamente isso: ideal, no sentido de utópico.

O projeto das reformas sociais, da libertação nacional e do socialismo, estavam baseados, sem exceção, no controle estatal do mercado. O Estado Social Keynesiano do Ocidente propunha retirar o excedente monetário do mercado e revertê-lo em benefício de programas sociais. Como “empreendedor geral”, o Estado socialista do Oriente e do hemisfério Sul arrogava-se o direito de decretar ao mercado seus próprios preços e salários. Em ambos os casos, os homens eram meros objetos de uma burocracia que desmoronou por fim sob o peso do mercado globalizado. Ao contrário do que afirma o liberalismo, o mercado não é uma esfera de ação autônoma para os homens, mas, simplesmente, o reverso da mesma medalha.⁵⁵

A busca pelo lucro já existia desde a época em que as economias eram baseadas nos sistemas de trocas das civilizações agrícolas. No entanto, não era o foco principal daquela época, ou seja, o que se visava prioritariamente era simplesmente promover a troca do excedente, visando a satisfação através da obtenção do produto que não possuía. Com o desenvolvimento das atividades comerciais, o lucro passou a adquirir

⁵⁵ KURZ, Robert. *Os últimos combates*. 3ª ed. Petrópolis: Editora Vozes, 1997. p 151.

posição de destaque. A Revolução Industrial deu impulso à busca desenfreada pelo lucro, através da exploração dos meios de produção.

Poderíamos dizer que o capital necessário para iniciar a produção capitalista veio das almas cuidadosas que trabalharam duro, gastaram apenas o indispensável e juntaram as economias aos poucos. Houve sempre quem economizasse, é verdade, mas não foi dessa forma que se concentrou a massa de capital inicial. Seria bonito se assim fosse, mas a verdade é bem diversa. A verdade não é tão bonita.⁶

Antes da era capitalista propriamente dita, a acumulação de capital se dava por meio do comércio, que era a compra e venda de mercadorias porém, também ocorria por meio de pirataria, saques, exploração, escravidão e conquista de outros povos. O que proporcionou grande acúmulo de capitais foram as descobertas de outros povos e continentes, de onde se pode extrair todo tipo de riqueza.

No final do século XVIII e início do século XIX, ocorre a ampliação e aceleração do movimento de ascensão da burguesia e da afirmação do movimento capitalista. O sistema de industrialização proporcionava uma acumulação de riqueza cada vez maior. Os proprietários de indústrias buscavam economizar e reinvestir o que sobejasse em novas fábricas, gerando cada vez mais capital e lucro, dando início ao capitalismo moderno.

No século XIX a economia que mais se industrializou e desenvolveu foi a dos Estados Unidos da América, tanto que, ao final daquele século, transformou-se na maior nação industrial do mundo. O capitalismo atingiu seu ápice no período que antecedeu a 1ª. Guerra Mundial, sendo que, no período a partir de 1815, não houve nenhuma guerra de proporções significativas e o mundo (burguesia) vivia um período de luxo.

O sistema capitalista era, sem dúvida, um sucesso. Em pouco mais de um século permitira o desenvolvimento das forças produtivas a níveis nunca antes sequer sonhados. A capacidade produtiva do homem multiplicara-se várias vezes, a ponto de permitir a produção em escala tão grande que já não era mais utópico prever o dia em que as necessidades de todos os homens pudessem ser atendidas.⁷

⁶ HUBERMAN, Léo. *História da riqueza da homem*. 21ª. ed. Rio de Janeiro: Guanabara, 1986.

⁷ *Ibid.* p. 321.

No entanto, em razão de diversos fatores, dentre eles as alianças entre os países que se postavam em blocos e na busca de se defender e a seus aliados, tinha início, em 1914, a Primeira Guerra Mundial, que durou quatro anos, fez milhões de vítimas, entre mortos e feridos, afetando profundamente a economia mundial. Os anos que se seguiram foram de reconstrução econômica. Até que, no ano de 1929, ocorre a grande depressão na economia do Estados Unidos e se espalha pelo mundo. A Bolsa de Valores de Nova Iorque teve várias quedas sucessivas, com a maior queda no dia 29 de outubro daquele ano. A grande depressão não atingiu o Brasil, ao contrário, deu impulso ao processo de industrialização e substituição das importações.

A Segunda Guerra Mundial, que foi mais violenta e longa que a primeira, tendo incorporado às forças bélicas toda a tecnologia de guerra, até então desenvolvida,, principalmente o avião e a força destrutiva da bomba atômica, gerada através da fissão do átomo, deixaram um saldo de 16 milhões de mortos e, novamente, países e suas economias arrasados. A guerra somente teve fim no ano de 1945 e beneficiou a economia norte-americana, que recuperou o nível perdido em razão da grande depressão de 1929, em razão, principalmente, do fornecimento de material bélico a outros países.

O cenário existente após a Segunda Guerra Mundial apresenta um mundo dividido em dois blocos: um capitalista e outro comunista, de um lado os Estados Unidos e, do outro, a União das Repúblicas Socialistas Soviéticas. O Plano Marshall leva à reconstrução econômica da Europa em poucos anos. No final dos anos 60, do século passado, a economia mundial apresenta-se instável, e tal se estende até os anos 70, em razão de déficits da balança de pagamentos dos Estados Unidos. A alta no preço do petróleo, em razão da ação orquestrada pelos países produtores, provocou um agravamento da situação.

O final do século XX assistiu ao desfazimento da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas-URSS e a derrubada do muro de Berlim, com a conseqüente derrocada do comunismo, dando lugar à abertura gradual dos países socialistas ao

capitalismo. Os países europeus deram forma e conteúdo à União Européia, integrando suas economias, abrindo fronteiras, criando moeda única.

As transformações por que passou a civilização nos últimos séculos provocaram alterações profundas nos sistemas econômicos, jurídicos e políticos. O desenvolvimento tecnológico não respeita limites geográficos, políticos ou ideológicos, colocando frente a frente as mais diversas civilizações, confrontando ideais, provocando choques culturais, aproximando povos separados entre si quer pela localização geográfica, quer por razões culturais. As ideologias, os idiomas diferentes, as religiões antagônicas, não impedem a aproximação dos povos e o intercâmbio de informações e oferta de produtos e serviços entre si.

O fenômeno da globalização provoca uma aproximação, sem precedentes na história, entre os países, sendo tudo realizado de maneira rápida, quer seja através do desenvolvimento dos meios de transporte, seja através da comunicação, com destaque para a Internet, que trouxe uma grande revolução ao mundo globalizado. A evolução dos sistemas jurídicos não tem acompanhado a rapidez dessas mudanças. A globalização não está juridicamente delimitada, bem como se afigura de difícil possibilidade que tal venha a ocorrer.

2.2 DIREITO SOCIETÁRIO

As primeiras codificações do Direito Comercial apareceram em cidades onde o comércio estava em adiantado estado de desenvolvimento. A *Tabla Amalfiana*, da cidade de Amálfi, reuniu, no século XII, várias normas de Direito Marítimo. A cidade de Pisa reuniu seus vários estatutos em um só documento denominado *Breve Consulum Maris*. Veneza também possuía seu conjunto de normas voltadas para aqueles que comercializavam por mar, o *Capitulares Nauticum*. Barcelona possuía o *Consulado do*

Mar, na França havia as *Roles de Oléron*, entre outros, sendo bastante regulamentado e de fundamental importância o Direito Marítimo.⁸

As normas que visavam regulamentar as atividades comerciais deram origem aos primeiros institutos que seriam a base do ordenamento comercial. A essas normas que conjuntamente regulam a prática dos atos comerciais, bem como o exercício das atividades dos comerciantes, dá-se o nome de Direito Comercial.

Na França surgiu o primeiro Código Comercial, o Código Napoleônico de 1807, que demorou mais de 6 anos para ser elaborado. Esta codificação influenciou sobremaneira a elaboração das legislações dos demais países, notadamente dos povos latinos, bem como o Código Comercial Brasileiro de 1850. Cesare Vivante define o Direito Comercial como segue:

O direito comercial é a parte do direito privado, que tem principalmente por objeto regular as relações jurídicas, que nascem do exercício do comércio. Ele ocupa-se das normas administrativas, processuais, penais, que no interesse público regem a atividade comercial, somente enquanto servem para regular os interesses privados. Não pode indicar-se com um simples conceito qual seja a matéria regulada pelo direito comercial. É ela constituída principalmente pelo comércio propriamente dito, isto é, por aqueles atos praticados com o fim da especulação, que efetuam a transmissão das coisas das mãos do produtor para as do consumidor (atos de comércio), e das pessoas que exercem profissionalmente aquela função intermediária (comerciantes). Mas compreende também a indústria manufatora, que transforma as matérias primas conforme as necessidades do mercado, a indústria dos transportes, a das edificações, a artística, a da livraria, e outras ainda quando exercidas por empresas, pois que a todas se tem ido aplicando por meio de necessárias disposições legislativas as leis comerciais.⁹

Com a edição do Novo Código Civil brasileiro, em 2002, foi revogada expressamente toda a parte primeira do Código Comercial de 1850 que tratava das questões referentes aos comerciantes, aos contratos comerciais, às sociedades mercantis, entre outros. Estes temas passaram a ser tratados pelo novo Código. A finalidade precípua da sociedade mercantil é a busca do lucro, devendo ser este também o objetivo dos sócios.

⁸ MARTINS, Fran. *Op. cit.* p. 9.

⁹ VIVANTE, Cesare. *Instituições do direito comercial*. Sorocaba: Editora Minelli, 2007. p. 17/18.

Podem ser classificadas quanto à natureza de sua atividade em sociedades simples e sociedades empresárias.

O novo Código Civil adotou a Teoria da Empresa, que se embasa na existência, ou não, de uma estrutura empresarial para fazer a distinção entre sociedade simples e a empresária.

Com a unificação do direito privado, operada pelo novo Código Civil, essa construção sofre uma profunda reformulação, posto que não mais se fala em sociedade civil e comercial, mas sim em sociedade simples e sociedade empresária, fundando-se a distinção na existência de uma estrutura empresarial.¹⁰

No Direito Italiano ocorreu o grande impulso à Teoria da Empresa tendo em vista a dedicação de seus juristas ao tema, sendo certo que o moderno Direito Privado da Itália funda-se nesta teoria. A noção jurídica de empresa vai criando forma através das lições de Vivante que se firmava na combinação dos fatores de produção como natureza, capital e trabalho para produzir produtos destinados à troca. Aliado a esses fatores está o risco da empresa.

Vislumbram-se na conceituação de Vivante os dois elementos, organização e risco, a que Ferri modernamente denomina de iniciativa e risco, para conceituar o empresário. A iniciativa do empresário coincide, evidentemente, com a idéia de organização, pois é devido à sua atividade ou iniciativa que consegue compor a organização dos fatores de produção..¹¹

Os estudos desenvolvidos pelo jurista italiano Alberto Asquini demonstraram a dificuldade com que os estudiosos do Direito Comercial se deparavam com a complexidade do fenômeno empresa, não lhes sendo possível obter um conceito unitário de empresa. Asquini traçou quatro perfis, ou sentidos, sob os quais vislumbra a empresa: “a) o perfil subjetivo, que vê a empresa como o empresário; b) o perfil funcional, que vê a empresa como atividade empreendedora; c) o perfil patrimonial ou objetivo, que vê a

¹⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 9ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. p. 11.

¹¹ REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 1º. vol. São Paulo: Editora Saraiva, 2005. p.53

empresa como estabelecimento; d) o perfil corporativo, que vê a empresa como instituição.”¹²

O atual Código Civil brasileiro adotou o modelo italiano e apresentou o conceito de empresário, em seu artigo 966,¹³ como sendo aquele que exerce profissionalmente atividade organizada visando a produção de bens e serviços.

A perspectiva de ASQUINI teve influência direta no trabalho de elaboração do novo Código Civil. SYLVIO MARCONDES, na Exposição de Motivos do Anteprojeto, fez referência expressa ao abandono do conceito jurídico unitário de empresa, defendendo a adoção da idéia de fenômeno econômico poliédrico da empresa e dos perfis ‘*subjetivo*: como empresários; *funcional*, como atividade; *objetivo*, como patrimônio; *corporativo*, como instituição.’¹⁴

Podemos verificar que é a organização da atividade a condição básica para caracterizar o empresário, distinguindo o empresário profissional do autônomo. Outra condição é a profissionalidade, destinada à produção de bens e serviços. Segundo Rubens Requião, a empresa nasce quando se inicia a atividade sob orientação do empresário:

O empresário, assim, *organiza* a sua atividade, coordenando os seus bens (capital) com o *trabalho* aliciado de outrem. Eis a *organização*. Essa organização em si o que é? Constitui apenas um complexo de bens e um conjunto de pessoal inativo. Esses elementos- bens e pessoal – não se juntam por si; é necessário que sobre eles, devidamente organizados, atue o empresário, dinamizando a organização, imprimindo-lhe atividade que levará à produção. Tanto o capital do empresário como o pessoal que irá trabalhar nada mais são isoladamente do que bens e pessoas.”¹⁵

Assim, a empresa pode ser definida como a atividade econômica, a organização dos fatores de produção pelo empresário. Não é sujeito de direitos e

¹² REQUIÃO, Rubens. *Op. cit.* p. 55.

¹³ Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.

Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa.

¹⁴ WALD, Arnold. *Comentários ao novo código civil-livro II – do direito de empresa arts 966 a 1195-volume XIV*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005. p. 29.

¹⁵ REQUIÃO, Rubens. *op. cit.* p. 59.

obrigações, sendo, portanto, objeto de direito. Somente quando se revestir de forma societária poderá ser considerada sujeito de direito. Este é, portanto, um dos traços que distinguem empresa de sociedade, sendo que esta irá exercer a atividade de produção.

A sociedade é uma entidade dotada de personalidade jurídica, com patrimônio próprio, atividade negocial e fim lucrativo.

Essa definição, de natureza analítica, procura congrega os vários elementos que caracterizam a sociedade. Destaca-se, de logo, a sua condição de pessoa jurídica e, por conseguinte, de ente capaz de adquirir direitos e assumir obrigações. O patrimônio próprio ressalta a sua autonomia perante os sócios, cujos bens não se confundem com os da sociedade. A atividade negocial é a marca de sua atuação como entidade voltada para o mundo dos negócios. O fim lucrativo é de essência da sociedade, a qual se destina a produzir lucro, para distribuição aos que participam de seu capital.”¹⁶

O Código Civil em vigor, no artigo 981, afirma que “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício da atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.” Extraí-se, portanto, do artigo em tela, que a sociedade é formada por pessoas que celebram contrato onde se comprometem a contribuir com bens e serviços destinados ao exercício da atividade econômica e partilhando os resultados.

Fábio Ulhoa Coelho apresenta o conceito de sociedade empresária e faz uma importante distinção:

Sociedade empresária é a pessoa jurídica que explora uma empresa. Atente-se que o adjetivo “empresária” conota ser a própria sociedade (e não os seus sócios) a titular da atividade econômica. Não se trata, com efeito, de sociedade *empresarial*, corresponde à sociedade *de empresários*, mas da identificação da pessoa jurídica como o agente econômico organizador da empresa. Essa sutileza terminológica, na verdade, justifica-se para o direito societário, em razão do princípio da autonomia da pessoa jurídica, o seu mais importante fundamento. Empresário, para todos os efeitos é a sociedade, e não os seus sócios. É incorreto considerar os integrantes da sociedade empresária como os titulares da empresa, porque essa qualidade é da pessoa jurídica, e não dos seus membros.¹⁷

¹⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Op. cit.* p.28/29.

¹⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial. vol 2.* São Paulo: Saraiva, 2006. p. 5.

Tendo em vista que a sociedade se constitui através de um contrato, existem elementos comuns e elementos específicos que devem constar de seu conteúdo. Dentre esses elementos verifica-se que deve haver consenso entre os sócios, ou seja, o contrato é ato de vontade manifestada livremente. O objeto deve ser lícito, sendo que as atividades da empresa não podem violar as leis, os bons costumes e a Ética. A forma deve ser prescrita e não defesa em lei, portanto, o contrato deve ser formalizado por escrito e registrado no órgão competente.

Dentre as várias espécies de sociedades existentes no Direito brasileiro, passaremos a analisar a Sociedade Anônima que faz parte do gênero Sociedades por Ações, do qual também é espécie a Sociedade em Comandita por Ações, porém esta se encontra em desuso.

2.2.1 SOCIEDADES ANÔNIMAS

O estudo da Sociedade Anônima se faz importante, neste trabalho, tendo em vista que boa parte dessas empresas possui ações negociadas no mercado mobiliário. As sociedades anônimas possuem seu capital dividido em ações, sendo certo que a responsabilidade dos sócios fica limitada ao preço das ações adquiridas ou subscritas. Encontra-se regulamentada, fundamentalmente, pela Lei 6.404/76 e suas alterações, contidas na Lei 9.747/97 e na Lei 10.303/2001.

A sociedade anônima é uma pessoa jurídica que exerce o comércio com um patrimônio unicamente constituído pelas subscrições dos sócios. O que constitui o seu caráter essencial, o que distingue das precedentes formas de sociedade, está em que *nenhum* dos sócios é obrigado pessoalmente a responder pelas dívidas sociais: não oferece em garantia o patrimônio particular dos sócios ou de algum deles, mas simplesmente o próprio. É precisamente por isso que se lhe chama uma sociedade de capitais, em

antítese à sociedade em nome coletivo, que se chama uma sociedade de pessoas.¹⁸

Historicamente, verifica-se a existência de características deste tipo de sociedade nas associações navais existentes na Idade Média, que eram formadas por pessoas que desejavam construir e explorar navios, sendo que estes possuíam responsabilidade limitada ao valor do navio. Alguns autores entendem que os traços característicos das sociedades anônimas estariam presentes, também, já no fim da Idade Média, nas associações de credores do Estado, que eram grandes capitalistas que emprestavam dinheiro ao Estado, para que este realizasse obras públicas e, em troca, recebiam o direito de cobrar e receber impostos.

O surgimento das sociedades anônimas tem ligação direta com os grandes descobrimentos, com a exploração das Américas, Índia e África e a necessidade de recursos para colonização. Havia a necessidade de formação de grandes capitais, com a participação do Estado e da iniciativa privada, ainda que incipiente. Para os colonizadores do século XVII a sociedade por ações se mostrou como o tipo ideal. A primeira sociedade deste tipo que se tem notícia surgiu na Holanda em 1602.¹⁹

Assim surgiram e se impuseram as sociedades por ações no século XVII, formadas pela conjunção de capitais públicos e particulares, estes na maior parte de armadores náuticos, e, algumas vezes, com a participação de judeus, cujos bens eram liberados, para esses investimentos, da Inquisição, como ocorreu na incorporação, sob o ministério de Pombal, da Companhia do Grão-Pará para colonização do norte do Brasil. Configuravam essas companhias verdadeiras sociedades modernamente denominadas sociedades de *economia mista*, formadas de capitais públicos e privados, com finalidade de cumprir objetivos de interesse público, de forma descentralizada.²⁰

A política revolucionária francesa do fim do século XVIII já se debatia com relação à libertação das sociedades anônimas do poder estatal e, com o passar dos anos passaram a operar com plena liberdade. Essa liberdade acarretou abusos que levaram à

¹⁸ VIVANTE, Cesare. *Op. cit.* p. 107/108.

¹⁹ A primeira sociedade que se formou, para exploração, foi a Companhia Holandesa das Índias Ocidentais, no ano de 1602, a ela se seguindo inúmeras outras, não apenas na Holanda como em vários países. MARTINS, Fran. *Op. cit.* p. 282.

²⁰ REQUIAO, Rubens. *Op. cit.* p. 4.

necessidade de sujeitar a constituição das sociedades anônimas a uma autorização do governo.

No século XIX, com a Revolução Industrial, as sociedades por ações foram fundamentais para a expansão industrial, ante a necessidade de incorporação de capitais por parte das indústrias e no seu processo de produção em massa. Durante muito tempo a criação das sociedades por ações ficava condicionada à autorização do Estado. Já na segunda metade do século XIX ocorreu a “libertação” das sociedades comerciais que passaram a ter sua livre constituição e funcionamento, desde que cumprissem e respeitassem os ditames legais.

A sociedade anônima conheceu três sistemas distintos de formação. Nos séculos XVII e XVIII vigorou o sistema dos privilégios, sendo a criação de uma sociedade anônima um ato de governo. Não era a sociedade o fruto da vontade das partes, mas sim uma concessão do Estado aos interessados, através de um ato legislativo, que definia o regime especial daquela sociedade, não aplicável às demais.

Passou-se, depois, ao sistema da autorização. Neste, a sociedade era criada pelos interessados, mas esse ato de criação dependia de preliminar autorização do Governo.

Finalmente, sobreveio o sistema da livre criação, que é o atualmente vigente. As sociedades anônimas são livremente criadas pelos seus fundadores, impondo-se apenas, tal como acontece com as demais sociedades comerciais, a obrigatoriedade do arquivamento dos atos constitutivos no Registro de Empresas.²¹

Devemos destacar que algumas sociedades por ações, atualmente, ainda necessitam de autorização do Estado para funcionar, em virtude de suas características, como é o caso, por exemplo, das instituições financeiras, as companhias seguradoras, entre outras.

No Brasil, as sociedades anônimas tiveram seu alicerce inicial fundamentado no Código Comercial Brasileiro, que entrou em vigor no ano de 1850. Baseava-se no modelo francês. Com o passar dos anos foram surgindo novas leis que trataram do tema,

²¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Op. cit.* p.133/134

como o Decreto 434/1891, a Lei 2.024/1908, o Decreto-lei 2.627/1940, a Lei 4.728/1965 que trata do Mercado de Capitais e, a principal delas, a Lei 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas—ainda em vigor. A Lei das Sociedades Anônimas estabeleceu a forma de constituição das sociedades anônimas e novas regras de atuação das empresas. Tais sociedades possuem o capital dividido em frações, que são as ações, e a responsabilidade dos acionistas ou sócios está limitada ao preço das ações subscritas ou adquiridas, conforme determina o artigo 1º da Lei 6.404/76.

As sociedades anônimas possuem o capital dividido em frações, denominadas ações. A Lei 6.404, em seu artigo 1º, afirma 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.” Já o Código Civil, em seus artigos 1.088 e 1.089, afirma que: “Art. 1088. Na sociedade anônima ou companhia, o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir.” e o artigo 1089 : “A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código.”

Logo, verificamos que dentre as características básicas das sociedades anônimas encontra-se o fato do capital estar dividido em ações e a responsabilidade dos acionistas está limitada ao preço de emissão das ações, não respondendo, portanto, perante terceiros, pelas obrigações assumidas pela sociedade. Ocorre, ainda, a liberdade de cessão das ações pelos sócios, sendo certo que isto não afeta a estrutura da sociedade. Não importa às sociedades anônimas a pessoa do sócio, mas sim o capital que representa cada ação.

As sociedades anônimas tornaram-se uma das mais importantes fontes de investimentos porque permite a aplicação da poupança popular atraída pela responsabilidade limitada ao preço das ações e pela possibilidade de negociação dos títulos, sendo, portanto, um dos mais fortes instrumentos do capitalismo. Assumiram importância de destaque na sociedade moderna e eventuais problemas em sua conformação de estrutura ou de financiamento devem ser verificados como motivo de relevantes preocupações de toda a sociedade, porque delas depende, também, o desenvolvimento da humanidade.

A sociedade anônima, com efeito, tornou-se eficaz instrumento do capitalismo precisamente porque permite à poupança popular participar dos grandes empreendimentos, sem que o investidor, modesto ou poderoso, se vincule à responsabilidade além da soma investida, e pela possibilidade de a qualquer momento, sem dar conta de seu ato a ninguém, negociar livremente os títulos, obtendo novamente a liquidez monetária desejada. Graças a tão simples mecanismo, a poupança privada pôde ingressar comodamente no mundo dos negócios, tornando-se a sociedade anônima o instrumento popular do capitalismo, fundamental para o seu predomínio, sem o qual não se poderia conceber sua expansão.²²

Existem duas espécies distintas de sociedades anônimas, classificadas em sociedade anônima de capital aberto, quando possuem valores mobiliários de sua emissão negociados em Bolsa de Valores e no mercado de balcão, e sociedade anônima de capital fechado que não possuem papéis negociados na Bolsa. As sociedades fechadas têm um caráter mais pessoal, não se prendendo somente à formação do capital. O artigo 36 da Lei 6.404/76 diz que o estatuto da sociedade anônima de capital fechado pode limitar a circulação das ações nominativas. Isto demonstra claramente que a sociedade tem um caráter *intuitu personae*, sendo que os sócios podem impedir o ingresso na sociedade daqueles que não desejam ter como sócios.

Para realizar operação de abertura de capital a empresa precisa de autorização da Comissão de Valores Mobiliários, que é o órgão fiscalizador do Mercado de Capitais brasileiro. A CVM poderá recusar o registro das empresas que não atenderem os requisitos necessários e exigidos para sua admissão à negociação de seus títulos e valores mobiliários em bolsas. O pedido de registro de emissão é feito à CVM, por intermédio de uma bolsa de valores, banco de investimento, sociedade de investimento ou mista, sociedade corretora ou sociedade de crédito e financiamento, que disponha de auditoria. A Comissão de Valores Mobiliários pode, também, cancelar ou suspender o registro das sociedades que deixarem de prestar as informações periódicas.

Importante destacar que as empresas genuinamente brasileiras tiveram origem familiar, com a administração entregue aos membros da família e sujeitas aos diversos conflitos daí advindos, principalmente gerados pela sucessão em razão da morte de

²² REQUIAO, Rubens. *Op. cit.* p. 7.

seus proprietários. O ideário defendido pela Igreja Católica, embasado na proteção da família e do seu patrimônio, acabou por dificultar a abertura de capital das empresas e, aquelas que o fizeram, reservavam papel insignificante ao acionista minoritário e, o desconforto a essas empresas familiares, de terem que ser transparentes, prestando informações ao mercado. No entanto, essa realidade já está bem alterada em razão dos avanços obtidos pelo Mercado de Capitais e a nova mentalidade que se impõe, principalmente, em razão do instituto da governança corporativa.

Importante ressaltar a questão do capital social que, embora representado por qualquer espécie de bens, corpóreos ou incorpóreos, móveis ou imóveis, seu valor é sempre expresso em moeda nacional, sendo formado pela contribuição dos sócios. Trataremos especificamente das ações e suas características principais, no capítulo referente aos principais valores mobiliários.

2.2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O movimento que deu início à governança corporativa surgiu com a finalidade de aprimorar as relações entre as empresas e o mercado investidor. Representa um instrumento de sintonia entre o mercado, as empresas, bem como com os acionistas atuais e os potenciais, os fornecedores, consumidores e toda a coletividade.

A governança corporativa, a par de não possuir tecnicamente um conceito jurídico mas sim administrativo econômico, por estar ligada à gestão da empresa, pode ser entendida como a submissão da empresa e de seus órgãos sociais a um sistema de regras impositivas de conduta que abrange determinadas práticas de fundo ético e moral, criadas para esta finalidade ou preexistentes, que se refletem na sua administração; relacionamentos entre sócios, administradores e grupos de interesse social com os quais há interação, tais como, funcionários, prepostos, quotistas de qualquer natureza, fornecedores, clientes, além do relacionamento com o poder do Estado e o mercado em geral, de forma positiva para que se cumpra o objeto social e se atinja o fim social dentro de certos parâmetros tidos por razoáveis e corretos.²³

²³ SIMAO FILHO, Adalberto. *A nova sociedade limitada*. Barueri-SP: Manole, 2004. p. 202/203.

Governança corporativa corresponde à expressão inglesa *corporate governance* e designa o conjunto de regras legais, estatutárias, jurisprudenciais e deontológicas, bem como os instrumentos e questões atinentes ao controle e administração das sociedades. Este tema interessa, fundamentalmente, às sociedades anônimas que pretendam possuir, ou possuam, ações negociadas em Bolsa. No entanto, vários dos seus aspectos são importantes para os demais tipos societários.

Sendo assim, a temática da governação das sociedades compreende problemas relativos à repartição de competências entre órgão deliberativo-interno e órgão de administração; à organização, composição e funcionamento do órgão administrativo-representativo, modos de designação e de destituição dos administradores, remuneração, deveres e responsabilidades deles; aos meios de controlo interno e externo das sociedades.²⁴

Refere-se, também, à divisão dos poderes de decisão entre diretores, executivos e acionistas da empresa. O código de governança especifica a estrutura adotada pela corporação, com parâmetros de aplicação e delineamento dos poderes dos diretores, acionistas e executivos.

...podemos definir a governança corporativa como um sistema de gestão empresarial que privilegia o uso de instrumentos (lei, regulamentos e práticas comerciais) visando compatibilizar os diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia, ou seja, controladores, administradores, auditores externos, não controladores, conselheiros fiscais e demais interessados.

A adoção desse sistema de gestão vem sendo exigida pelos investidores institucionais internacionais (fundos de pensão, fundos mútuos de investimento, companhias de seguro, etc), especialmente americanos, como condicionante para o seu investimento nas companhias brasileiras...²⁵

²⁴ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das sociedades comerciais*. Coimbra: Almedina, 2005/2006. p. 7.

²⁵ RIBEIRO, Milton Nassau *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007..., p. 4.

Teve início na década de 70 do século XX, com o chamado *corporate governance movement* nos Estados Unidos da América. O caso *Watergate* levou a investigações que revelaram que muitas empresas haviam financiado ilegalmente a campanha eleitoral do presidente Nixon, demonstrando, também, que o sistema de controle e direção das sociedades era inadequado. Isso provocou a realização de estudos e debates sobre como promover melhorias. Nos anos 90, algumas organizações, investidores institucionais e sociedades apresentaram códigos de boa prática de governança.²⁶

Alguns escândalos financeiros chamaram a atenção do mercado entre o final do século passado e o começo deste nos Estados Unidos. Por meio de fraudes contábeis, onde se verificaram lucros irreais, fiscalizações ineficientes, conflito de interesses entre a sociedade e os administradores, tais como os caso Enron e Worldcom.²⁷ No entanto, tais escândalos tiveram resposta rápida e forte por parte das autoridades.

Ao contrário do que ocorria no Brasil (e ainda ocorre, porém com menos intensidade), o capital das empresas norte-americanas acha-se, historicamente, pulverizado entre os acionistas, portanto, não há concentração do controle acionário em poder somente de alguns poucos acionistas. Com isso existe uma maior ingerência na tomada de decisões dentro da empresa, necessitando, muitas das vezes, do entendimento entre aqueles que compõem a empresa, não havendo, portanto, decisões tomadas unicamente pelo controlador.

Na década de 90, do século passado, a governança chegou à Inglaterra, também trazida em razão de escândalos financeiros em empresas de administrações ineficientes. Diante disso, a *London Stock Exchange*, a Bolsa de Valores de Londres, em conjunto com outras entidades, deu início à formação de um comitê para implementar as práticas de governança corporativa. O *Cadbury Report* de 1992 é um dos primeiros e mais importantes códigos de governança corporativa da Europa.

²⁶ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Op. cit.* p. 7/8.

²⁷ Nota do autor: A empresa Enron, companhia energética americana, praticou fraude em sua contabilidade escondendo um grande endividamento. Esta fraude levou-a à falência, levando consigo a empresa de auditoria Arthur Andersen, tendo em vista que esta foi acusada de obstruir as investigações, destruir provas e compactuar com os esquemas fraudulentos da Enron. Vieram a tona outras fraudes em empresas como a da empresa de comunicações Worldcom.

O movimento alastrou depois aos demais países da EU. Inevitavelmente, dados os diversos factores presentes: necessidade ou conveniência de reagir a e/ou prevenir escândalos financeiros e colapsos de grandes empresas devidos à má governação; globalização econômica e liberalização dos mercados de capitais (alargados em alguns países por mor das privatizações), aparecendo poderosos embaixadores da *corporate governance* (à americana, mormente) – intermediários e analistas financeiros e, principalmente, investidores institucionais (fundos de pensões, fundos de investimento, etc) – e esforçando-se à *la page* com a *corporate governance*; tecnologias de informação e comunicação interligando os actores da vida económico-empresarial.²⁸

Os resultados apresentados, em razão da aplicação do *Cadbury Report*, não foram tão satisfatórios quanto desejavam os investidores institucionais. Foi criado um novo grupo de trabalho para apresentar soluções para a remuneração dos executivos e conselheiros das empresas. Em 1995, o ‘Comitê Greenbury’ apresentou relatório propondo avanços. Neste mesmo ano um outro grupo de trabalho, ‘Comitê Hampel’, foi criado para unificar os resultados verificados pelos grupos anteriores e, em 1998, foi apresentado o *Combined Code of London Stock Exchange*, tido como modelo de codificação de boas práticas corporativas.

O Mercado de Capitais da Alemanha destacou-se na criação do *Neur Markt*, implantado em 1997 pela Bolsa de Frankfurt, e tratava-se de um segmento de listagem de empresas que adotassem determinadas práticas de governança corporativa dirigido, inicialmente, a empresas pequenas e médias, especialmente de mídia, tecnologia e telecomunicações.²⁹

No Brasil, o Mercado de Capitais era representado por um número reduzido de empresas com capital aberto, com concentração do poder de gestão. As empresas caracterizavam-se, em sua grande maioria, pela presença do controle familiar, grande influência do acionista controlador no conselho de administração, acionistas minoritários sem influência na administração da empresa, entre outros factores que as tornavam pouco transparentes ao mercado. No entanto, esta situação começou a mudar, principalmente, com

²⁸ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Op. cit.* p. 9/10.

²⁹ RIBEIRO, Milton Nassau. *Op. cit.* p. 40.

o advento das privatizações de empresas estatais, que fez com que ocorresse aumento no número de empresas com controle compartilhado.

Embora a falta de transparência e o desrespeito aos acionistas minoritários não sejam os únicos motivos a ensejar a dificuldade de captação de recursos via mercado de valores mobiliários em nosso país, há certamente uma relação entre tais fatos e crescimento da discussão em torno da governança corporativa no Brasil.³⁰

O artigo 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76³¹ – Lei das Sociedades Anônimas - diz que cabe ao acionista controlador fazer com que a empresa realize seu objeto e cumpra sua função social, tendo direitos e deveres perante os demais acionistas, os trabalhadores e com a comunidade em que atua. Portanto, neste artigo verificamos a presença dos pilares da governança corporativa.

Visando atrair investidores, tanto nacionais quanto estrangeiros, para as empresas, através do Mercado de Capitais, faz-se necessária a existência de uma administração empresarial transparente, onde as decisões não fiquem concentradas nas mãos de um ou alguns acionistas.

Como já dito, o movimento de governança corporativa teve início nos Estados Unidos, passando daí para a Europa e demais países do mundo, que viram a importância da adoção das práticas de governança. A rápida disseminação e aplicação dos conceitos de boa governança está no fato de que a realidade empresarial da maioria dos países apresenta afinidades. As grandes empresas, em sua maioria, possuem ações negociadas em Bolsas de Valores, a propriedade dessas ações está dividida entre diversos acionistas. Há que se destacar que entre esses acionistas existem vários acionistas

³⁰ RIBEIRO, Milton Nassau. *Op. cit.* p. 54.

³¹ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

institucionais, porém, na maioria das vezes, eles não possuem o controle acionário, por não possuírem mais da metade das ações.

A separação entre a propriedade e o controle das empresas provoca problemas no tocante à governação da sociedade. Por serem numerosos, dispersos e possuírem pequena parcela do capital, os acionistas não têm, geralmente, incentivo nem capacidade de intervir nas questões societárias, bem como para fiscalizar a atuação dos administradores.

Una situación paralela se há podido observar a lo largo del siglo XX y comienzos del presente en los pequeños accionistas de sociedades cotizadas, quienes en general no se preocupan de su gestión, atendiendo sólo al reparto de dividendos y, en muchos casos, ni siquiera el máximo dividendo posible, sino un dividendo razonable y, sobre todo, previsible, en línea con la práctica habitual de la compañía a lo largo de los últimos ejercicios. Esto deja el gobierno de las sociedades cotizadas em manos de los consejos de administración, muchas veces representativos de unas participaciones exiguas en el capital social.³²

Esses acionistas, por vezes, optam por vender suas participações na empresa por estarem descontentes com os rumos tomados e os administradores, sem fiscalização efetiva ou controle eficaz, por deterem o controle de fato da empresa acabam tentados a usar a empresa para benefício próprio. Visando resolver este tipo de problema e diminuir seu impacto são propostos e adotados vários instrumentos. Uma maior intervenção dos investidores institucionais, o reforço das responsabilidades e funções dos administradores, aumento de suas competências, deveres de lealdade, transparência das contas sociais.

Questão interessante diz respeito à intervenção dos investidores institucionais na administração da sociedade. Por motivos diversos, eles optam por não intervir na administração e controle das sociedades, tendo em vista que isto pode lhes trazer

³²RUIZ, Emilio Díaz. *Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo*. Madrid: Revista de Derecho Mercantil n. 263, enero-marzo 2007. p. 193.

Tradução livre: Uma situação paralela se pôde observar ao longo do século XX e começo do presente, com os acionistas minoritários das sociedades anônimas, os quais, em geral, não se preocupam com a gestão da empresa, considerando somente a repartição dos dividendos e, em muitos casos, nem sequer o melhor dividendo possível, um dividendo razoável e, sobretudo, previsível, em linha com a prática habitual da companhia ao longo dos últimos exercícios. Deixam a governança das sociedades anônimas nas mãos dos conselhos de administração, muitas vezes representativos de participações pequenas no capital social

mais encargos com pessoal especializado e, os ganhos daí advindos seriam obviamente partilhados com os acionistas minoritários, com os demais investidores institucionais, bem como e, fundamentalmente, o acesso às informações privilegiadas fará com que respondam por eventuais vazamentos e as penalidades daí advindas, em razão do *insider trading*.

A situação de não participação dos acionistas nos assuntos de interesse da empresa se apresenta claramente prejudicial para a sociedade e para os próprios acionistas, uma vez que a gestão da empresa fica somente nas mãos de um grupo, que cuida do controle e administração da empresa. Portanto, umas das medidas mais importantes no que diz respeito à governança corporativa é favorecer, ou até mesmo, compelir os investidores institucionais à efetiva participação na sociedade, em sua administração e controle.

En este contexto, los códigos de gobierno corporativo han ido introduciendo ciertas obligaciones de las sociedades cotizadas tendentes a incentivar la participación de los inversores institucionales. Esto se ha combinado con la introducción en preceptos legales, unas veces de mercados de valores y otras, de las instituciones de inversión colectiva o fondos de pensiones dirigidos a las gestoras de unos y otros, que obligan a una cierta participación en la vida corporativa de las sociedades en cuyo capital están invertidos los patrimonios que aquéllos administran.³³

Basicamente, verificou-se que, com o aumento dos investimentos nos países emergentes, por parte dos investidores institucionais dos países desenvolvidos, os quais se encontravam com seus mercados internos saturados, passou-se a pressionar os países emergentes para que adotassem práticas de boa governança corporativa, bem como exigindo a modernização de suas estruturas.

Do outro lado, tais mercados emergentes, por necessitarem de tais investimentos de capital de médio e longo prazo, verificaram que se fazia necessária a

³³ RUIZ, Emilio Díaz. *Op. cit.* p. 197.

Tradução livre: Neste contexto, os códigos de governança corporativa vão introduzindo certas obrigações das sociedades anônimas, tendentes a incentivar a participação dos investidores institucionais. Isto, combinado com a introdução de preceitos legais, umas vezes de mercados de valores e outras, das instituições de investimento coletivos ou fundos de pensão, dirigidos aos gestores de uns e outros, que obrigam a uma certa participação na vida corporativa das sociedades, em cujo capital estão investidos os patrimônios que aqueles administram

adoção dos padrões de governança corporativa requeridos pelo mercado internacional, visando atrair a confiança dos investidores.

Anotamos, também, que, atualmente, os princípios atinentes à governança corporativa estão sendo adotados por outros tipos societários, indo, portanto, além de seus limites originais, onde somente eram aplicados às sociedades anônimas. Logo, a governança não é instrumento de uso exclusivo destas.³⁴

Em resumo, os princípios básicos da governança corporativa são:

1. **TRANSPARÊNCIA:** a empresa deve fornecer ao investidor informações de forma clara, objetiva, espontânea e rápida;
2. **EQUIDADE:** tratamento equânime de todos os investidores, sejam eles controladores ou minoritários;
3. **RESPONSABILIDADE EMPRESARIAL:** a gestão deve ser encarada visando dar sustentabilidade sócio-ambiental, principalmente, em sua área de atuação;
4. **PRESTAÇÃO DE CONTAS:** os administradores devem informar suas ações e respondem integralmente pela totalidade dos atos que praticarem durante o mandato.³⁵

Uma vez analisadas as questões atinentes ao Direito Societário, que é a base e o fundamento do Mercado de Capitais, bem como o mais importante tipo societário, que são as Sociedades Anônimas e, verificadas as questões atinentes ao moderno e essencial instituto da Governança Corporativa, passamos, a seguir, à análise do Sistema Financeiro Nacional, sua importância, seus componentes, suas funções, entre outros.

2.3 SISTEMA FINANCEIRO

³⁴ O professor Adalberto Simão Filho já defendia, desde 2004, em sua obra *A Nova Sociedade Limitada*, a aplicação dos princípios da governança corporativa às Sociedades Limitadas.

³⁵ BOTELHO, Leonor. No Nível Mais Alto. *BB.COM.VOCÊ*. Brasília, n. 39, jul/ago 2006. p. 29.

O Estado tem como objetivo primordial o bem estar de sua população. Para que tal ocorra deve promover, dentre outros, a regulamentação das mais diversas atividades, com a finalidade de atingir seus objetivos. O sistema financeiro é um dos componentes da complexa cadeia de produção, uma vez que por meio dele são obtidos recursos financeiros que poderão ser objeto de investimentos, visando o desenvolvimento do país, geração de empregos e renda.

O Sistema Financeiro é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos que tratam da transferência de recursos entre aqueles que os possuem em excesso (superávit), chamados de ofertadores, e aqueles que necessitam desses recursos para seus gastos e investimentos, chamados tomadores. As instituições que compõem o Sistema Financeiro podem ser bancárias ou não-bancárias.

O Sistema Financeiro cuida de toda a cadeia que envolve desde o acúmulo de poupança, por parte de alguns, e a necessidade destes recursos por parte daqueles que desejam consumir ou investir, e necessitam dos recursos de terceiros. Cuida, também, de prestar assessoria aos investidores e de outros serviços diversos. Portanto, o Sistema Financeiro propicia toda a estrutura necessária ao bom funcionamento do Mercado de Capitais, que se encontra inserido em seu âmbito. Busca, em síntese, maximizar a circulação e utilização dos recursos financeiros.

..., o mau funcionamento do sistema financeiro gera perturbações nos fluxos monetários, cujos efeitos, quando excessivos, são de demorada correção e manifestam-se sob as seguintes formas:

- luta desenfreada pelos recursos financeiros, encarecendo-os;
- transferência de atividades econômicas próprias da iniciativa privada, para o setor público;
- instabilidade do nível de preços e conseqüente inutilização das previsões econômicas;
- desvirtuamento das funções das instituições financeiras elevando o custo do dinheiro e gerando um descrédito com o público;
- insuficiente dinamização do mercado financeiro nacional, que passa a funcionar como um sistema arterial esclerosado; e

- desestímulo à poupança espontânea dos indivíduos e das empresas, que passa a ser substituída pela de caráter forçado, nem sempre transformada em investimento, mas em despesa de custeio do estado.³⁶

O Mercado de Capitais não depende somente das Bolsas de Valores e de sua estrutura organizacional, para promover as negociações de seus valores mobiliários. Todo o sistema financeiro está envolvido, direta ou indiretamente, com o regular funcionamento do Mercado de Capitais. Merece destaque a atuação dos bancos uma vez que, boa parte dos investidores, não tem acesso direto ao Mercado de Capitais. Assim, os bancos atuam como intermediários em suas negociações.

Pode ser considerado como marco inicial do funcionamento do sistema financeiro nacional a chegada, há 200 anos atrás, em 1808, da família real portuguesa ao Brasil, fugindo da invasão francesa à Portugal. D. João VI, príncipe regente, criou, naquele ano, o Banco do Brasil, por meio de alvará. Sendo este a primeira instituição financeira do país.

Até o início da década de 60 do século passado predominava no Brasil a atuação dos bancos comerciais na consecução de empréstimos ao setor privado.

O retardamento do desenvolvimento financeiro pode ser atribuído, em grande parte, à vigência de duas leis promulgadas em 1933. Uma estabelecia o teto máximo da taxa nominal de juros em 12% ao ano, a chamada 'lei da usura'. A outra, impossibilitava a correção dos débitos pela variação cambial ou pela variação do preço do ouro. A vigência destas duas leis, num contexto inflacionário, determinou, para qualquer taxa de inflação superior a 12% ao ano, taxas de juros reais negativas. As distorções daí decorrentes foram inúmeras. E uma delas particularmente nefasta: a tendência de encurtamento dos prazos na economia, determinando a impossibilidade de surgirem espontaneamente intermediários financeiros não bancários, dispostos a operar a prazos longos.³⁷

³⁶ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais*. São Paulo: Editora Atlas, 2001. p. 53.

³⁷ OLIVEIRA, Miguel Delmar Barbosa. *Introdução ao mercado de ações.2ª. ed.* Rio de Janeiro: CNBV, 1980. p. 26.

A partir da década de 60, do século passado, o mercado financeiro teve grande desenvolvimento no Brasil. Foram instituídos vários mecanismos de atuação nesse mercado e criado diversos órgãos estatais e privados visando dar suporte a esse desenvolvimento. No ano de 1964 foi editada a lei 4.595, datada de 31/12/64, que criou o Sistema Financeiro Nacional. Esta lei criou as diretrizes para a estruturação e o funcionamento das instituições que comporiam todo o sistema. O Sistema Financeiro Nacional é formado pelo conjunto de instituições financeiras que tornam possível a transferência de recursos entre tomadores, que são aqueles que necessitam dos recursos financeiros para consumo e/ou investimento, e ofertadores finais, são aqueles que possuem recursos financeiros disponíveis para investimento, bem como cria condições para que os títulos e valores mobiliários tenham liquidez no mercado.

A evolução do sistema financeiro caracterizou-se pela existência de uma concentração de instituições financeiras, principalmente, a partir de 1967, por meio de fusões e incorporações. No transcorrer da década de 80, verifica-se a intensificação do papel dos bancos como agentes financiadores do setor público, até mesmo em razão da redução da demanda de empréstimo por parte dos demais agentes financeiros. Em 1987 o Conselho Monetário Nacional permitiu que os intermediários financeiros se transformassem em bancos múltiplos, açambarcando atividades, até então segmentadas por instituições financeiras. Até o início dos anos 90, as instituições financeiras, em sua maioria, beneficiavam-se dos ganhos inflacionários, em razão das elevadas taxas de inflação que lhes permitiam ganhos devido ao desequilíbrio macroeconômico. A estabilização econômica obrigou os bancos a buscar novas formas de permanecerem instituições lucrativas.³⁸

A partir da década de 90, alguns aspectos macro-econômicos tornaram ainda mais complexa a situação dos mercados de valores mobiliários, destacando-se: o advento da chamada 'globalização', oscilações no ritmo da atividade econômica mundial, a política de altos juros praticada em nosso país, as sucessivas crises nos mercados chamados 'emergentes' e a concorrência exercida pelas bolsas internacionais, que

³⁸ PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. Cit.* p. 54/55

possuem menores custos, maior liquidez, tecnologia e facilidades para a realização dos negócios.³⁹

No Brasil o Sistema Financeiro Nacional apresenta-se agrupado de acordo com as seguintes funções patrimoniais ou creditícias:⁴⁰

- Crédito de curto prazo: Bancos Comerciais e Bancos Múltiplos, Caixas Econômicas, Cooperativas de Crédito, Factoring;
- Crédito de Médio e Longo Prazo: Bancos de Investimento e Desenvolvimento, Leasing;
- Crédito ao Consumidor: Financeiras, Caixas Econômicas, Sociedades de Crédito ao Microempreendedor, Leasing;
- Crédito Habitacional: Caixas Econômicas, Sociedades de Crédito Imobiliário, Bancos Múltiplos.
- Intermediação de Títulos e Valores Mobiliários: Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadoria e Futuros, Sociedades Corretoras e Distribuidoras, Agentes Autônomos de Investimento.
- Seguro, Previdência Complementar e Capitalização: Seguradoras, Fundações de Seguridade Social, Companhias de Capitalização, Instituições Financeiras;
- Arrendamento Mercantil: Companhias de Leasing.

Passamos, então a tratar dos principais componentes do Sistema Financeiro Nacional:

2.3.1 Conselho Monetário Nacional

Trata-se do órgão deliberativo de cúpula do Sistema Financeiro Nacional, sendo composto pelo Ministro da Fazenda, que é seu presidente, pelo Ministro do Planejamento e pelo presidente do Banco Central do Brasil.

³⁹ RIBEIRO, Milton Nassau. *op.cit.* p.11.

Entre suas principais atribuições está a de estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia, regular as condições de funcionamento das instituições financeiras e disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial, formular políticas de promoção do equilíbrio dos meios de pagamento, regulação do valor interno e externo da moeda, equilíbrio do balanço de pagamentos e responsável por autorizar a emissão de papel-moeda.

Com respeito ao Mercado de Capitais, cabe ao Conselho Monetário Nacional fixar normas gerais para a constituição, organização e operações dos intermediários financeiros.

2.3.2 Banco Central do Brasil

Ao Banco Central, que é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, cabe a função de cumprir e fazer cumprir as normas emanadas do Conselho Monetário Nacional, bem como as demais disposições previstas em lei. É o órgão intermediário entre o Conselho Monetário Nacional e as demais instituições do sistema financeiro.

Dentre suas atribuições privativas podemos citar a de emitir dinheiro, promover os serviços de circulação do dinheiro, executar os recolhimentos compulsórios e depósitos voluntários das instituições financeiras, realizar operações de empréstimos e redesconto às instituições financeiras, ser depositário das reservas oficiais de ouro e moedas estrangeiras no país, fiscalizar as instituições financeiras, bem como aplicar-lhes penalidades, entre outras atribuições.

2.3.3 Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários surgiu em 1976 com a promulgação da lei 6.385/76 e, ainda, alguns de seus aspectos foram tratados na lei 6.404/76- Lei das Sociedades Anônimas. Sua criação representava um grande avanço à época. Foi inspirada na *Securities and Exchange Commission (SEC)*, dos Estados Unidos. Não havia tradição no

⁴⁰ CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de capitais-o que*

direito brasileiro em se criar comissões independentes ou desvinculadas do poder estatal com a finalidade de intervir e fiscalizar. Tais poderes eram somente conferido aos entes estatais.

Em razão da falta de tradição no Brasil e do pouco desenvolvimento do Mercado de Capitais, a CVM não tinha meios efetivos de aplicar suas determinações, possuindo, portanto, um caráter programático. No entanto, ao longo do tempo e com o desenvolvimento do nosso Mercado de Capitais, a CVM passou a exercer, com efetividade, seu papel de destaque dentro do sistema financeiro.

...a CVM tinha poderes de intervenção muito limitados em relação ao mercado de capitais, tanto em virtude da relativa timidez da lei e da regulamentação, quanto pela sua própria estrutura, não tendo independência de fato em relação aos demais órgãos da administração e inclusive, e especialmente, em relação às grandes sociedades de economia mista. Ademais, faltavam-lhe pessoal e material, equipes e equipamentos, por ter um orçamento muito limitado para regular e fiscalizar um grande universo de sociedades abertas e instituições financeiras, abrangendo bolsas, bancos de investimento, corretoras e distribuidoras.⁴¹

É uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda e é administrada por um presidente e quatro diretores nomeados pelo Presidente da República. Compete-lhe principalmente: promover e assegurar o funcionamento regular e eficiente do Mercado de Capitais; fiscalizar e regulamentar os fundos de investimento; proteger os titulares de valores mobiliários; entre outras funções.⁴²

Para consecução de suas funções tem poderes para pedir informações e esclarecimentos, examinar documentos e livros, requisitar documentos e informações de

é, como funciona. 6^a. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 23.

⁴¹WALD, Arnold. *Trinta anos da lei do mercado de valores mobiliários no Brasil*. in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais n. 34 out-dez/2006. WALD, Arnoldi (Coord.) São Paulo: Revista dos tribunais, 2006. p. 5

⁴² Possui competência também para: “Evitar ou coibir modalidade de fraudes ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.” CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *Op. cit.* p. 27/28

órgãos públicos, promover inquérito administrativo para apurar práticas não-equitativas de administrações de companhias abertas e dos demais participantes do mercado, suspender a negociação de títulos, colocar em recesso a Bolsa de Valores, orientar os participantes do mercado, cancelar ou suspender registros.

A CVM tem, também, o papel de promover e estimular o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, realizando campanhas, seminários, entre outros, visando a divulgação e o esclarecimento acerca das atividades desenvolvidas no Mercado de Capitais. Recentes alterações legislativas resultaram em importantes mudanças na estrutura da Comissão de Valores Mobiliários, tais como maior independência em relação ao governo federal, autonomia orçamentária e financeira, ausência de subordinação hierárquica, liberdade administrativa e seus dirigentes passaram a ter mandatos fixos.

Dentre as novas e relevantes atribuições da CVM pode-se destacar que cabe a ela indicar os tipos de instituição financeira que poderão operar no mercado de valores mobiliários, tipos de operação e serviços, dentre outros. Sua atuação é restrita às companhias abertas, tendo em vista que somente estas podem negociar no Mercado de Capitais. Devendo-se ressaltar apenas o caso previsto pela instrução CVM 265/97 acerca das sociedades beneficiárias de incentivos fiscais que se encontram sujeitas a registro perante a Comissão de Valores Mobiliários, mesmo sendo fechadas.⁴³

Possui, dentre suas atribuições, a função regulamentar, a função de promoção de registros, consultiva, de fiscalizar e de fomento. Na sua função restrita e específica de regulamentar, promove a expedição de atos normativos disciplinadores dentro de sua competência prevista em lei. A função consultiva é exercida junto aos investidores e agentes do mercado, emitindo pareceres sobre questões de sua competência.

Na função fiscalizatória cabe à CVM coibir as práticas não-equitativas, a ocorrência de fraudes e abusos, promovendo inquéritos e punindo os envolvidos (acionistas controladores, administradores, entre outros). Quanto à sua função registrária, atua no registro das empresas, tanto para fazer negociação em Bolsa de Valores quanto no Mercado

⁴³ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Op. cit.* p. 155.

de Balcão Organizado e da emissão dos papéis, analisando se foram atendidas todas as exigências legais.

Deve a CVM evitar qualquer interferência em questões de mérito, que correspondam a conflitos entre a sociedade e acionistas, decorrentes da interpretação de normas legais, especialmente quando controvertida a matéria. O conflito de interesses e a interpretação da norma jurídica são questões de competência do Poder Judiciário, não cabendo a um órgão administrativo nelas se imiscuir.”⁴⁴

Cabe, por fim, à CVM promover o desenvolvimento do Mercado de Capitais, estimulando ações que visem a sua divulgação, a ampliação de conhecimento através de estudos, seminários, debates e publicações.

2.3.4 Banco do Brasil S/A

O Banco do Brasil é uma sociedade de economia mista, foi criado em 1808 com a chegada da família real portuguesa ao Brasil, foi o primeiro banco brasileiro. Exerce, simultaneamente, as funções de banco comercial e de agente financeiro do governo federal, executando importantes políticas de crédito rural e industrial, bem como junto a pequeno produtores e empresários. Na condição de agente financeiro do governo, recebe valores referentes à arrecadação de tributos federais, a crédito do Tesouro Nacional e realiza pagamentos necessários à execução do Orçamento Geral da União.

O Banco do Brasil tem atuado de diversas maneiras no Mercado de Capitais. Age, por exemplo, emitindo suas próprias ações para venda no mercado, atua também intermediando a colocação de ações de outras empresas no Mercado de Capitais. O Banco do Brasil coloca, também, a disposição de seus clientes produtos e serviços atinentes ao mercado acionário.

O Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo exige uma série de ajustes das empresas que pretendam fazer parte desse seletivo mercado. O Banco do Brasil S/A, após 100 anos de presença junto à Bolsa de Valores, ingressou no Novo Mercado. Isto

⁴⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Op. cit.* p. 157.

se deveu a mudança de postura dos investidores e do próprio Banco, tais mudanças se verificaram fundamentalmente no campo da governança corporativa.⁴⁵

2.3.5 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

O BNDES é uma empresa pública, foi criado em 1952, e tem a função principal de executar as políticas de investimento do Governo Federal. Promove empréstimos para investimentos, juntamente com empresas a ele vinculadas, visando a criação e implantação de projetos estratégicos para o desenvolvimento do país. Seus recursos financeiros são repassados aos agentes financeiros que se encarregam de efetivar as operações de financiamento junto aos interessados.

Age, também, como grande investidor institucional no mercado primário de ações e debêntures. Participa, com relevante importância, no processo de privatizações e torna viáveis novos investimentos de capitais estrangeiros no país.

2.3.6 Secretaria de Previdência Complementar

É o órgão responsável pelo controle e fiscalização dos planos e benefícios, bem como das atividades das entidades de previdência privada fechada. É órgão integrante do Ministério da Previdência e Assistência Social. Tem como funções principais as de processar os pedidos de autorização para constituição, funcionamento, fusão e reforma dos estatutos da entidades fechadas, emitindo parecer sob fatos relevantes. Emite instruções atinentes à implementação das normas por ela estabelecidas. Fiscaliza a atuação das entidades de previdência privada, entre outros.

⁴⁵ Em junho de 2006, o Banco do Brasil, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil-PREVI e a BNDES Participações-BNDESPar- ofertaram 52,25 milhões de ações ordinárias, nominativas, por meio de distribuição pública secundária, o que representava 7,6% do capital total do Banco do Brasil.. A oferta pública de ações do Banco do Brasil arrecadou 2,27 bilhões, com a venda de 52,25 milhões de ações. A oferta teve uma parte destinada a investidores institucionais, que são aqueles que excedem o limite de aplicação de R\$300.000,00, e outra parte destinada ao varejo. Foram vendidos 34,4 % para investidores pessoas físicas, o

2.3.7 Sociedades Corretoras e Distribuidoras

As Sociedades Corretoras são membros da Bolsa de Valores, constituídas sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada. São as corretoras que executam as ordens de compra e venda de ações emitidas pelos investidores. São credenciadas pelo Banco Central, pela Comissão de Valores Mobiliários e pelas Bolsas de Valores, estando aptas a negociar valores mobiliários. São intermediários especializados na execução de ordens de compra e venda, além de prestar serviços de assessoria a empresas na abertura de capitais, emissão de debêntures, etc.

Têm, portanto, como função principal, promover a intermediação entre vendedores e compradores de títulos e valores mobiliários de negociação autorizada. São associadas às bolsas de valores e atuam com exclusividade nos pregões. São credenciadas pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central e a fiscalização de sua atuação está a cargo das bolsas de valores.

Nos termos da Lei 4.728/65, as sociedades corretoras são instituições financeiras auxiliares, são membros da Bolsa de Valores. Atuam, com exclusividade, junto às Bolsas, com títulos e valores mobiliários.

Possuem, ainda, as funções de:

Comprar, vender e distribuir títulos e valores mobiliários, por conta de terceiros; efetuar lançamentos públicos de ações (operações de *underwriting*); operar com a conta 'Margem'.

Administrar carteira de valores e custodiar títulos e valores mobiliários; instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimentos; prestar serviços como transferência de títulos, desdobramento de cautelas, recebimento de juros, dividendos ou encarregar-se da subscrição de títulos e valores mobiliários, etc.

Intermediar a compra e venda de moeda estrangeira nas atividades de importação e exportação, bem como no mercado flutuante de moeda estrangeira.

que ultrapassou a previsão inicial de 20% do total.. BRAGA, Rejane Maria. Oferta bem-sucedida. *BB.COM.VC*. Brasília, n. 39, jul-ago 2006. p. 26-27.

Operar no mercado aberto (open market).⁴⁶

Atuam principalmente no Mercado de Capitais, onde estão autorizadas a realizar operações para suas carteiras próprias ou de seus clientes. Podem atuar também na distribuição de títulos ou valores mobiliários (*underwriting*), promover a administração de carteiras, clubes de investimentos, fundos, intermediação de operações de câmbio.

As distribuidoras de valores atuam como canais de distribuição, na oferta ao público dos títulos negociados no Mercado de Capitais, intermediam a colocação de emissões no mercado; instituem, organizam e administram fundos e clubes de investimento, entre outros. Apesar das corretoras e distribuidoras estarem autorizadas a realizar os mesmos tipos de operações, as distribuidoras não têm acesso direto ao sistema de negociação das Bolsas. São especializadas na captação de clientes e atuam por intermédio das corretoras.

2.3.8 Bolsa de Valores

As especificidades relativas às Bolsas de Valores serão tratadas dentro do capítulo referente ao Mercado de Capitais.

2.3.9 Bolsa de Mercadoria e Futuros e Nova Bolsa

São instituições onde se negociam mercadorias à vista ou a entrega futura. A Bolsa de Mercadoria e Futuros é uma bolsa de derivativos, sendo negociados contratos futuros e de opções sobre futuros. A BM&F foi criada em 1985, pela Bolsa de Valores de São Paulo e seus associados. Ocorreu, recentemente, a fusão da BOVESPA com a BM&F, com unificação das ações das duas empresas. A parceria resultou, entre outras, na economia de despesas operacionais.

⁴⁶ CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *Op. cit.* p. 32/33.

A Nova Bolsa

Uma Empresa Brasileira com Fronteiras Globais

A integração da BOVESPA com a BM&F deu origem à **BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. A nova companhia nasce como a terceira maior Bolsa do mundo e líder de mercado na América Latina.

A integração das atividades das duas companhias possibilita à **BM&F BOVESPA** atingir uma estrutura mais eficiente, possibilitando um maior crescimento e rentabilidade nos negócios.

Ao aliar a força da BOVESPA no mercado de ações com a da BM&F nos mercados de futuros financeiros e de *commodities*, a **BM&F BOVESPA** terá recursos e uma maior capacidade para desenvolver e lançar novos produtos e novos serviços, além de oferecer uma solução integrada de liquidação para uma base de investidores maior.

Além disso, a nova organização estará mais preparada para atuar com a dinâmica macroeconômica de crescimento do mercado latino-americano, além de fortalecer a posição do Brasil como um centro de excelência na negociação de ações e derivativos na América Latina.

A **BM&F BOVESPA** oferecerá ainda:

- Um modelo de negócios totalmente integrado, com quatro clearings - ações, derivativos, ativos e câmbio - e um sistema de custódia completo;
- Banco BM&F Bovespa S.A: garantia de agilidade e segurança nas operações;
- Completo elenco de produtos de operações com ações, derivativos, commodities, balcão e operações estruturadas;
- Modelo híbrido de negociação com pregões de viva voz, eletrônico e via internet (Homebroker / WebTrading);
- Segmento especial de listagem de companhias abertas reconhecido internacionalmente, o Novo Mercado;
- Ganhos de escala que favorecem o mercado e os acionistas;
- Criação de novas oportunidades de negócios por meio de desenvolvimento de produtos e alavancagem da plataforma para múltiplas classes de ativos;
- Modelo de Responsabilidade Social Corporativa altamente desenvolvido que atende desde questões sociais até ambientais;
- Iniciativas pioneiras em popularização do mercado de ações, nas áreas de educação, esporte e cultura.⁴⁷

Trata-se, portanto, da terceira maior Bolsa do mundo em valor de mercado, segunda maior Bolsa das Américas em valor de mercado, 80% do volume negociado no mercado de ações da América Latina e mais de US\$ 67 bilhões em negócios diários no mercado futuro.

⁴⁷ Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Portugues/NovaBolsa.asp>. Acesso em: 27/05/2008

Portanto, verificamos que o Sistema Financeiro Nacional é constituído por um subsistema normativo e por outro operativo. O normativo, como o próprio nome indica, cuida de regular e controlar o subsistema operativo, através de normas legais, expedidas pela autoridade monetária, ou pela oferta seletiva de crédito levada a efeito pelos agentes financeiros do governo. O subsistema operativo é formado pelas instituições financeiras públicas ou privadas, que atuam no mercado financeiro.⁴⁸

No capítulo seguinte, passaremos ao estudo do Mercado de Capitais, sua composição, suas operações, o Mercado de Balcão, a Bolsa de Valores, principais valores mobiliários, entre outros. O entendimento dos diversos conceitos é fundamental para a compreensão do mecanismo de funcionamento deste importante Mercado.

⁴⁸ CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *op. cit.* p.22/23.

3 MERCADO DE CAPITAIS

O termo ‘mercado financeiro’ pode ser cindido para se criar dois tipos: o mercado financeiro em sentido estrito e o Mercado de Capitais. No primeiro, a canalização e mobilização dos recursos financeiros são efetivados por um intermediário financeiro, que se posta entre o investidor e o beneficiário do investimento, sendo papéis típicos das instituições bancárias, que captam valores junto aos clientes e emprestam a terceiros, mediante remuneração. Já no Mercado de Capitais a relação de financiamento se estabelece de maneira direta entre o prestador de recursos e o beneficiário.⁴⁹

Se por um lado as Sociedades Anônimas foram uma grande mola propulsora do desenvolvimento da indústria, por outro, o Mercado de Capitais, ao gerar recursos para investimento nas empresas, representou, também, enorme fator de desenvolvimento empresarial.

Neste capítulo trataremos da origem e evolução do Mercado de Capitais, sua estrutura de funcionamento e seu papel dentro da economia global e especificamente da economia brasileira. Para uma melhor visualização da origem do Mercado de Capitais, faz-se necessária a visualização da sua origem e de seus fundamentos, que passa pelo estudo da origem da moeda, do Sistema Financeiro, entre outros, como veremos a seguir.

Devemos levar em consideração que, como ciências distintas, Direito e Economia, embora necessitem caminhar lado a lado no presente trabalho, possuem campos de atuação bem distintos e delineados. Enquanto a teoria econômica se preocupa com os recursos financeiros, sua utilização de forma eficiente tanto pelos indivíduos, quanto pela sociedade e pelas empresas, o Direito tem na Economia um elemento de análise na busca da Justiça.

⁴⁹ YASBEK, Otávio op. cit., p. 132.

A origem da moeda remonta às sociedades primitivas quando o homem vivia em pequenos grupos, em geral nômades que exerciam formas rudimentares de uma atividade econômica baseada na troca de alimentos e animais. O que era produzido em excesso era estocado para consumo próprio e para trocas dentro do próprio grupo ou com outros grupos. Essa troca direta é denominada escambo.

Com o crescimento da produção e aumento de seus estoques os grupos, que eram nômades, passaram a se fixar em determinados locais, aproveitando períodos crescentes de prosperidade. As atividades dos indivíduos dentro dos grupos passaram a ser mais bem definidas. As trocas passaram a ser realizadas com mais intensidade. O escambo foi aos poucos cedendo espaço para troca de produtos que tinham uma aceitação geral, sendo aceitos sem maiores restrições. O sal, por exemplo, era um produto que era utilizado como moeda de troca.

Na era da moeda metálica, ela era cunhada em metal com formato circular. Em virtude das vantagens oferecidas ao comércio, difundiu-se por todo o mundo. Os metais foram escolhidos como moedas por possuírem as seguintes características: valor intrínseco, dureza, raridade relativa, grande valor, identidade, grande poder aquisitivo, pequena variação de valor, facilidade de reconhecimento, propriedades industriais e ponto de fusão elevado.⁵⁰

A moeda, desde então, passou a desempenhar papel fundamental ao permitir a realização de trocas, redução dos custos das transações econômicas, servindo, ainda, como padrão na valoração dos bens. Desaparecia a necessidade de convergência de interesses entre os indivíduos interessados na troca.

Historicamente, esses efeitos são sintetizados em três funções básicas: a de meio de pagamento (por ser a moeda usada para pagar pelos bens ou serviços adquiridos), a de unidade de conta (uma ‘unidade ideal’, na medida em que bens e serviços passarão a ter seu valor quantificado em unidades monetárias) e a reserva de valor (porque, ao ser guardada ou ‘entesourada’, ela se transforma em um ‘repositório de poder de compra sobre o tempo’, ...⁵¹

⁵⁰ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais-fundamentos e técnicas*. 3^a.ed.. São Paulo: Editora Atlas, 2006, p.23.

⁵¹ YASBEK, Otávio. *Op. Cit.*. p. 71.

No entanto, as moedas cunhadas em metais preciosos, como o ouro, por exemplo, geravam operações complexas por ocasião de sua utilização (pesagem, verificação do metal utilizado, etc). Visando solucionar o problema alguns ourives passaram a depositar as moedas em bancos e recebiam em troca certificados de depósito da moeda e estes sim passaram a circular, sendo entregues em troca das mercadorias adquiridas, sendo aceitos como forma de pagamento.⁵²

Assim teve origem o papel-moeda cujo lastro era o metal nobre, geralmente o ouro, que ficava depositado em bancos e o que passou a circular foi o certificado representativo desse depósito. Tais títulos eram amplamente aceitos no comércio. As cédulas eram, portanto, representativas do metal mantido como custódia. A partir da primeira guerra mundial passou a ser abandonado o sistema de lastreamento em ouro, tendo passado a se emitir moeda livremente. O valor da moeda estaria fundado na confiança que os agentes econômicos depositavam no agente emissor.

Atualmente, o que se verifica é que com o desenvolvimento cada vez maior dos meios eletrônicos e com o aparecimento dos cartões de crédito/débito, a circulação de moeda tem sido amplamente feita de maneira virtual, onde os pagamentos e transferências de dinheiro são feitos por meio eletrônico, sem a circulação física do papel moeda. Esses cartões são conhecidos como moeda de plástico.

O progresso da humanidade, o desenvolvimento do comércio, a Revolução Industrial, os sistemas econômicos adotados pelos países, a necessidade de novos investimentos em empresas e a de poupança, por parte daqueles que possuem recursos financeiros excedentes, provocou o surgimento de um mercado onde aqueles que

⁵² Entre as civilizações comerciais, as primeiras moedas de que se tem conhecimento provêm da Lídia, um pequeno Estado da costa egéia da Ásia Menor, que partindo de uma base agrícola primitiva alcança curto apogeu entre os séculos VIII e VI a.C., graças a seu desenvolvimento comercial baseado na exportação de metais. Sua capital era a cidade de Sardis e um de seus reis, Cresos, ganhou fama por sua legendária riqueza. As moedas lídias mais antigas datam no século VIII a.C., e eram feitas de eletro, uma liga natural de ouro e prata. No século seguinte, os Estados comerciais gregos passaram a cunhar moedas de prata, cabendo a primazia à ilha de Égina, perto de Atenas, e logo a cunhagem de moedas começa a tornar-se cada vez mais freqüente em toda bacia do Mediterrâneo. MAGALHAES FILHO, Francisco de B.B. de. *Op. Cit.* p. 67.

necessitam de recursos e aqueles que dispõem de recursos excedentes podem, respectivamente, captar e aplicar seus recursos.

O termo ‘mercado’ pode ser utilizado em diversos contextos e nos seus mais variados significados. No entanto, nos interessa aqui tratar de mercado como sendo o “locus abstrato em que ocorre a formação de preço a partir da contraposição entre oferta e demanda, sem maiores considerações de cunho institucional”.⁵³ Mercado deve ser entendido como o local onde se encontram fornecedores e consumidores, oferta e demanda, cada qual visando atender seus interesses, ou mesmo interesses de terceiros. Suas funções primordiais são as de determinar preços, realizar negócios, balizar a demanda e a procura, com vistas a promover o equilíbrio na economia. Por meio do mercado, os fornecedores decidem quanto e quando produzir, com vistas a atender às demandas dos consumidores, que definem quanto e quando comprar, caso o preço lhes seja interessante.⁵⁴

Eros Roberto Grau entende que “os mercados são instituições jurídicas”, deixando de significar exclusivamente o lugar onde são praticadas relações de troca, passando, também a expressar um projeto político, como “princípio de organização social” e comenta:

Antes, porém, o mercado deve ser compreendido, qual observa Avelãs Nunes, como ‘uma instituição social, um produto da história, uma criação histórica da humanidade (correspondente a determinadas circunstâncias econômicas, sociais, políticas e ideológicas), que veio servir (e serve) os interesses de uns (mas não os interesses de todos), uma instituição política destinada a regular e a manter determinadas estruturas de poder que asseguram a prevalência dos interesses de certos grupos sobre os interesses de outros grupos sociais’. Neste sentido, tanto o Estado como o mercado são espaços ocupados pelo poder social, entendido o poder político nada mais do que como uma certa forma daquele.⁵⁵

⁵³ YAZBEK, Otávio. *Op. cit.* p. 60.

⁵⁴ O modelo de mercado mais frequentemente utilizado é o da concorrência perfeita. Nele, assume-se que existem muitos consumidores e muitas empresas, todos de tamanho pequeno em relação ao mercado como um todo. Supõe-se também que todos dispõem de informação perfeita sobre os preços cobrados por todas as empresas e que não há nenhum tipo de cooperação explícita ou tácita entre elas. PINHEIRO, Armando Castelar e SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 55.

⁵⁵ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na constituição de 1988*. 11^a. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2006. p. 30.

Para um correto e equilibrado funcionamento do mercado há que haver concorrência entre os agentes nele atuantes, necessitando, portanto, de um certo número de produtores e consumidores, que ajam de forma independente e provoquem a disputa, não podendo, nenhum deles possuir poder de mercado, ou seja, não possam determinar, de forma unilateral, condições, preços, entre outros, dos produtos comercializados, por exemplo. A concorrência é fundamental para a melhoria na eficiência dos agentes do mercado, gerando o bem estar social. Há que haver, também, liberdade para ingresso e saída do mercado, por parte daqueles que nele atuam.

O risco é ínsito ao mercado, provocando temores que abalam os empresários, os empreendedores, e também, os investidores. Há o medo da concorrência, das crises do comércio mundial, surgimento de novos produtos e novas tecnologias, erros de gestão por parte dos empresários, fenômenos da natureza como secas, chuvas em excesso, terremotos, entre outros, greves, intervenções estatais. Os assalariados também são atingidos por esses temores, só que, neste caso, o medo é de perder o emprego, deixar de ser produtivo, ser substituído por outro funcionário ou mesmo por máquinas. Por fim, os consumidores, ficam receosos de serem ludibriados, fraudados, mal-atendidos, manipulados.⁵⁶

No Mercado de Capitais são realizadas usualmente operações de médio e longo prazo, sendo que os principais títulos negociados são as ações (representam parte do capital das empresas), as debêntures e os bônus de subscrição, dentre outros. É um mercado de risco, como já informado, onde o investidor, por exemplo, aposta no crescimento e no lucro da empresa da qual é acionista visando, com isso, a valorização de suas ações, obtendo, assim, rendimentos.

A combinação de operações de crédito com a emissão de ações resulta na estrutura de capital de uma empresa. Uma eficiente administração procura viabilizar volumes de capitais de terceiros (empréstimos) e próprio (participação) de maneira que, reduzindo o custo do primeiro, viabilize os projetos de investimentos da empresa, os quais, com os resultados gerados, permitem otimizar o retorno do capital próprio.⁵⁷

⁵⁶ SROUR, Robert Henry. *Ética empresarial: a gestão da reputação*. 2^a.ed. Rio de Janeiro: Eksevier, 2003.p. 306.

⁵⁷ CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *Op. Cit.* p.18.

A expressão “Mercado de Capitais” é usualmente empregada como denominação para os diferentes segmentos do mercado de investimento de capitais. “Capital” aqui se refere a um ativo gerador de rendimento, podendo existir na forma de dinheiro ou valores mobiliários, conhecidos como capitais financeiros.⁵⁸

O crescimento e desenvolvimento do Mercado de Capitais estão diretamente ligados ao processo de desenvolvimento econômico de um país, ao mesmo tempo em que contribui, fundamentalmente, para esse desenvolvimento através, por exemplo, da geração de novos empregos e renda. Através deste mercado, as empresas obtêm recursos financeiros para financiar seus projetos de desenvolvimento.

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande unificador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento.⁵⁹

As empresas, quando necessitam de recursos financeiros, podem recorrer ao Mercado de Capitais através da negociação de seus títulos e valores mobiliários. Aqueles que dispõem de recursos financeiros para aplicar poderão recorrer ao Mercado de Capitais para promover a aquisição destes títulos e valores mobiliários. Assim, este mercado é composto, basicamente, daqueles que precisam captar recursos financeiros e daqueles que têm esses recursos a oferecer.

Muitos países, e dentre eles o Brasil, têm procurado, nas últimas décadas, estimular o financiamento das atividades empresariais e o desenvolvimento da atividade econômica por meio de captação de recursos junto ao mercado de valores mobiliários, por meio da abertura do capital das empresas. Tal modelo de financiamento é menos dispendioso para as empresas do que a forma, até então tradicional, de financiamento obtidos junto às instituições bancárias.

⁵⁸ KUMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais-do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p.43.

⁵⁹ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro.4^{ed.}* ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 111.

A abertura de capitais apresenta, também, outras vantagens aos acionistas, porque pode gerar a maximização do valor do bloco de ações de controle da sociedade, repartição de riscos do empreendimento com o investidor, possibilidade de vender suas participações no mercado, entre outros.

São características fundamentais do Mercado de Capitais o seu dinamismo e a liquidez das aplicações, tendo em vista que os títulos adquiridos podem ser vendidos a qualquer momento neste mesmo mercado. A competitividade global também contribuiu, e ainda tem contribuído, para o aumento da importância dos mercados de capitais para as economias em geral.

O Mercado de Capitais organizado permite ao investidor uma série de possibilidades, como a conversão de ativos líquidos em investimentos fixos, ou seja, permite ao poupador aplicar suas economias no Mercado de Capitais e, por sua vez, a empresa poderá utilizar esse dinheiro em investimento direto na compra de equipamentos, por exemplo. Ocorre, ainda, no Mercado de Capitais, a soma de pequenos e pulverizados investimentos que juntos se transformam em grandes investimentos de capital nas empresas.

O aumento dos níveis de confiabilidade e confiança no Mercado de Capitais fez com que ele assumisse, com o passar do tempo, papel relevante na capitalização das empresas. Não há como se negar a grande vantagem às empresas em se obter recursos financeiros por meio de lançamento de ações no Mercado de Capitais em relação aos empréstimos bancários, em vista da cobrança, pelos bancos, de taxas elevadas de juros.

Esse Mercado de Capitais convenientemente estruturado, administrado e protegido mostra-se de grande importância, também, na função de tornar dinâmica as transferências e atividades referentes à poupança e às amplas possibilidades e oportunidades de investimento. De inegável importância dentro deste contexto é a questão da transparência, uma vez que todas as informações relevantes que possam influir no ânimo do investidor, possibilitando que os ofertadores e demandadores estejam mais bem informados, devem ser imediatamente comunicadas.

A captação de recursos no mercado de ações é muito menos onerosa, sob todos os aspectos, e permite a diluição dos riscos da empresa que os partilha com o mercado investidor, sem onerar o preço final do produto ou serviço, o que contribui para o aumento de sua competitividade, fator de suma importância na economia globalizada.⁶⁰

O Mercado de Capitais brasileiro está em pleno crescimento ante as condições favoráveis tanto da economia local, quanto da economia mundial. Internamente, verificamos o crescimento da atividade econômica, a estabilização da economia, a redução da taxa de juros reais. Em conjunto, tais fatores têm ligação direta com a expansão do Mercado de Capitais brasileiro e o crescente aumento no número de investidores. A diminuição da carga tributária, que poderá ocorrer por meio de uma reforma que trará maior equilíbrio na distribuição dessa carga, é fundamental para o crescimento econômico.⁶¹

Com a crescente expansão do Mercado de Capitais brasileiro, principalmente em função do crescimento econômico, melhoria das contas internas, confiabilidade externa e melhor aparelhamento de nossas empresas, há o surgimento de novos fenômenos econômicos e jurídicos, provocando a necessidade de um maior estudo e uma melhor regulamentação para proteção desse mercado e de todos os seus agentes.

Os intermediários financeiros têm como função proporcionar a aproximação daqueles que têm recursos superavitários e desejam investir, junto àqueles agentes deficitários, que estão a procura de recursos para investir na atividade produtiva. Ressaltamos que é de fundamental importância a canalização de recursos superavitários

⁶⁰ SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. *Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Atlas S/A, 2005. p. 27.

⁶¹ A reforma tributária, repetimos, erige-se em pedra fundamental da evolução e aprimoramento, não só do mercado de capitais, mas de toda a nossa economia. Afinal, o desmedido ônus tributário não apenas freia a abertura de capital, mas traduz-se em obstáculo ao crescimento de todos os setores produtivos. No tocante ao mercado de capitais, a racionalização desse comentado gravame tornará despicienda a evasão fiscal e, por conseguinte, não mais tolherá a divulgação de dados financeiros por parte das empresas, indispensável à abertura de capital. PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading-regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 88.

para o setor produtivo, característica esta marcante nos países desenvolvidos, que possuem mercados de capitais sólidos.

3.1 MERCADO PRIMÁRIO E MERCADO SECUNDÁRIO

O acesso das empresas ao Mercado de Capitais se divide em duas fases. No mercado primário, em síntese, a empresa lança suas ações no mercado e recebe os recursos em seu caixa. No mercado secundário ocorre a negociação dos títulos no mercado, sem atingir diretamente a situação financeira da empresa, há a negociação de títulos e a criação de liquidez.

3.1.1 Mercado Primário

Uma empresa que necessite de recursos financeiros, para financiar seus projetos de investimentos, pode obtê-los através da conquista de novos sócios, caso os atuais acionistas não consigam subscrever as ações, em uma nova emissão. Esses novos sócios, ao adquirirem as ações daquela determinada empresa, irão injetar novos recursos financeiros, que serão revertidos para a expansão da empresa e que poderá resultar em crescimento da empresa e, por consequência, aumento no valor das ações, gerar dividendos, entre outros benefícios.

Neste mercado estão, de um lado a empresa que negocia a venda de novas ações ao público, obtendo recursos financeiros, e do outro lado estão os subscritores destas ações, que são aqueles que adquirem e pagam por elas. As ações pertencem à empresa, são negociadas pela primeira vez e o dinheiro obtido vai diretamente para a empresa emissora. Ocorre subscrição particular caso os antigos acionistas da empresa adquiram estas ações. O que confere caráter público ao lançamento de ações é a busca de novos acionistas e o esforço de venda. Tais lançamentos públicos são chamados de operação de *underwriting*. Um intermediário financeiro é encarregado, pela empresa, de colocação dos títulos no mercado. O *underwriting* pode ser executado por um único intermediário financeiro ou por um consórcio de instituições financeiras.

Somente as empresas de capital aberto podem fazer emissões públicas de ações. Para que ocorra tal abertura a empresa precisa estar ajustada às regras e exigências

do mercado, entre elas a reorganização da estrutura societária, adaptação dos estatutos sociais, contratação de auditoria independente. Todo o processo de abertura de capital precisa da aprovação e do registro na Comissão de Valores Mobiliários.

O processo de *underwriting* pode ser de 3 tipos: firme, residual e melhores esforços. No contrato de *underwriting* firme, as instituições subscrevem integralmente as ações e pagam à empresa emissora o valor total e, posteriormente, venderão tais ações ao público. A empresa não corre risco, uma vez que é o próprio intermediário quem adquire as ações, assumindo este o risco da aceitação, ou não, das ações pelo mercado. No contrato residual ou *standby*, é feito um esforço inicial de venda das ações no mercado, por determinado tempo. Após este prazo, as ações que não foram vendidas são adquiridas pelo *underwriter*. Aqui, também, a empresa tem a garantia da colocação das ações no mercado, sem riscos. No contrato de melhores esforços (*best-efforts*) o risco é totalmente da empresa emissora, sendo que os intermediários se comprometem tão-somente a colocar as ações no mercado. Os intermediários assumem o compromisso de efetuarem seus melhores esforços na venda das ações junto ao público.

A fixação do preço da ação é uma das etapas fundamentais na emissão da ação, tendo em vista que irá influir diretamente no sucesso, ou não, da emissão das ações. O preço deve ser satisfatório à empresa, deve diluir os riscos do *underwriter*, e dar retorno ao investidor. Por meio do *marketing*, deve ser levado ao conhecimento do público-alvo a imagem da empresa, por meio de prospectos, material publicitário, entre outros, possibilitando que tenham uma visão acerca dos resultados futuros da empresa.

3.1.2 Mercado Secundário

Neste mercado ocorrem as vendas e compras das ações adquiridas no mercado primário. O investidor pretende a conversão de suas aplicações em dinheiro e, assim, coloca suas ações para serem negociadas. Aqui ocorrem as trocas de ações entre investidores, sem a participação das empresas. As opções de compra e venda são

intermediadas pelas corretoras. Portanto, a função primordial do mercado secundário é dar liquidez às ações das empresas que captaram recursos através do mercado primário.

O mercado secundário de ações é onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições. Portanto, torna-se uma condição para a existência do mercado primário, em que as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O fato fundamental na decisão do investidor quando compra ações de novos lançamentos é a possibilidade de que, mais tarde, ao necessitar do total ou parte do capital investido, possa desfazer-se delas e reaver o seu dinheiro com lucros.

Assim, podemos concluir que a função do “mercado secundário”, onde atuam as bolsas de valores, é dar liquidez ao investidor possibilitando que, no momento que realizar uma operação de venda, exista o comprador e vice-versa o que viabilizará o crescimento do ‘mercado primário’, e a conseqüente capitalização das empresas via mercado de ações.⁶²

3.2 MERCADO DE BALCÃO

O nome ‘mercado de balcão’ se deve ao fato de que investidores interessados em negociar títulos serem atendidos nos balcões das instituições financeiras, permanecendo no local até serem informados sobre a efetivação, ou não, do negócio. Aqui são negociados títulos de empresas privadas, não registradas na Bolsa e que não desejem que seus títulos sejam negociados em Bolsa. Algumas empresas optam por este mercado visando não incorrer em maiores custos com lançamento de ações.

A empresa é quem decide se suas ações serão, ou não, negociadas em Bolsa de Valores. Uma empresa somente será considerada “aberta” se tiver ações negociadas em Bolsa. Caso a empresa não queira que suas ações sejam negociadas através da Bolsa de Valores, a compra e venda destes papéis poderão ser feitas por meio do mercado de balcão não organizado. Este mercado não tem um local físico, funciona por meio de instituições financeiras que realizam operações entre si e, em nome de seus clientes.

Uma sociedade anônima quando delibera a emissão pública de ações irá contratar uma ou mais instituições visando que estas, através de seus pontos de venda (agências, lojas, entre outros) promovam a venda de seus papéis. A colocação primária de

papéis ocorre com exclusividade no mercado de balcão, denominado, em inglês como *over the counter*. Nele as instituições financeiras e os demais entes autorizados a nele operar, fazem-no diretamente entre si ou com seus clientes, sem o mecanismo compulsório e centralizado de formação de preços.

No Mercado de Balcão é promovida toda negociação de valores mobiliários que é realizada fora da Bolsa de Valores, mas desde que por intermediários que atuem propriamente no sistema de distribuição. Pode funcionar como mercado primário e também, como secundário. No entanto, as ações vendidas no mercado secundário, através das Bolsas de Valores, possuem maior liquidez que no Mercado de Balcão.

A instrução CVM n. 243 trata do “Mercado de Balcão Organizado”, que é aquele supervisionado por uma entidade autogerenciadora, cujo funcionamento foi autorizado pela CVM. A Sociedade Operadora do Mercado de Ativos-SOMA, trata-se de um mercado de balcão organizado. Por outro lado, o mercado de balcão não-organizado não é administrado por nenhuma instituição.

A SOMA foi criada por iniciativa das Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e do Paraná, com adesão posterior de outras Bolsas, com a finalidade de administrar o primeiro mercado de balcão organizado do país. Foi inspirada na NASDAQ- *National Association for Securities Dealers Automated Quotation*. As empresas que desejem negociar por meio da SOMA, deverão ser abertas.

3.3 BOLSA DE VALORES

A origem das Bolsas de Valores é remota, não havendo consenso entre os historiadores acerca da data correta. Alguns afirmam que tiveram origem nos *emporium* dos gregos, outros nos *funduks* (bazares) dos palestinos e outros nos *collegium mercatorum* dos romanos. O termo “bolsa” teve sua origem em Bruges na Bélgica, onde se realizavam

⁶² PINHEIRO, Juliano Lima. *op. cit.*, p. 126

assembléias de comerciantes na casa do senhor Van der Burse.⁶³ Somente no século XVIII as bolsas atingiram grande desenvolvimento, com a expansão das sociedades por ações, possibilitando grande agrupamento de recursos, tendo as bolsas o papel fundamental na oferta e demanda de capitais.

No Brasil disposições sobre o ofício de corretor já apareciam na legislação a partir do século XVIII, porém a regulamentação da atividade somente viria a ocorrer com o Decreto n. 417, em 1845, tendo como objetivo evitar a intervenção de um número irrestrito de pessoas nas operações. No Rio de Janeiro no local onde ficava a Alfândega, o Paço Imperial, situava-se o ponto de encontro dos corretores, sendo que para lá se convergiam compradores e vendedores dos mais diversos pontos do país e até da Europa.

Em 1876, o Estado decretou a cotação de títulos em pregão, visando a organização da atividade dos corretores e, no ano seguinte, foi promovida a regulamentação do pregão, podendo ser considerado o marco inicial do funcionamento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Em 1897, por meio do Decreto 2.475, promoveu-se a regulamentação da legislação sobre a bolsa e os corretores do Rio de Janeiro. Somente em 1934, por meio do Decreto n. 24.275, foi regulamentada a atividade das bolsas e corretores para os demais estados da federação. Há que se destacar que as bolsas nessa época eram entidades públicas, havendo ingerência dos governos estaduais em suas administrações.

Somente em 1964, com as reformas que organizaram o Sistema Financeiro Nacional é que as Bolsas passaram a apresentar as características que possuem até hoje. As Bolsas de Valores funcionam sob a forma de associação, sendo entidades de natureza privada, tendo como sócios as sociedades corretoras.

As bolsas são os mais famosos mecanismos destinados a prover mercados secundários para ativos diversos. Não obstante, a sua conceituação, hoje, é problemática. Em uma definição mais simples, bolsa é o lugar em que se encontram os possíveis compradores e vendedores de

⁶³ “Joseph de La Vega, o primeiro narrador a contar a história das bolsas em 1688, conta que a bolsa ‘é uma pequena praça rodeada de pilares, e chama-se assim já por encerrarem-se nela os mercadores como em uma bolsa, já pelas diligências que cada um faz de aí encher a sua’...” CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *op. cit.* p. 76.

certos bens, para a realização das correspondentes negociações, conforme regras e procedimentos específicos.”⁶⁴

A definição acima deve ser complementada para constar que a bolsa é o local, mesmo que virtual, onde se encontram compradores e vendedores para apresentar suas propostas e fechar negócios de seu interesse. Ainda, a bolsa é a entidade que administra o local e o sistema de negociação, bem como processa as operações efetivadas. O surgimento de tecnologias que permitem o processamento eletrônico de negociações tem permitido, cada vez mais, a realização de operações à distância.

A Bolsa de Valores pode se constituir como uma sociedade anônima ou como associação civil sem fins lucrativos. O seu patrimônio é representado por títulos pertencentes às sociedades corretoras, membros da Bolsa. Sujeita-se à Supervisão da Comissão de Valores Mobiliários, no entanto possui autonomia administrativa, financeira e patrimonial. Tem como objetivo e atividades principais⁶⁵:

- Manter local adequado à realização, entre corretores, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre, organizado e fiscalizado pelos próprios membros, pela autoridade monetária e pela CVM.
- Criar e organizar os meios materiais, os recursos técnicos e as dependências administrativas necessárias à realização e liquidação pronta, segura e eficiente das operações efetuadas no recinto de negociação (pregão).
- Organizar, administrar, controlar e aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas.
- Estabelecer sistema de negociação que propicie e assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado de títulos e valores mobiliários.
- Fiscalizar o cumprimento, pelos seus membros e pelas sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, das disposições legais e regulamentares, estatutárias e regimentais, que disciplinam as operações de bolsa, aplicando aos infratores as penalidades cabíveis.
- Dar ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão.

⁶⁴ YAZBEK, Otávio. *Op. cit.* p. 137.

⁶⁵ CAVALCANTI, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *op. cit.* p.80.

- Assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e valores negociados.
- Exercer outras atividades conexas e correlatas que lhe sejam permitidas por lei.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo-BOVESPA- é a única atualmente em atividade, sendo a mais importante de toda a América Latina. Criada em 1890 e regulamentada em 1898, ganhou destaque no cenário nacional somente a partir de 1960. Existiam, ainda, outras Bolsas de Valores, como a do Rio de Janeiro, que era a principal bolsa brasileira até meados dos anos 80 do século passado. Em 1989 o mercado brasileiro migrou para a BOVESPA em função de problemas apresentados na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.⁶⁶

Portanto, a concentração de negócios na Bolsa de Valores de São Paulo e a liquidez do mercado de ações não justificavam a dispersão do Mercado de Capitais entre diversas bolsas, foram então formalizados acordos entre as bolsas brasileiras visando a centralização dos negócios na Bovespa.⁶⁷

No início dos anos 90, em razão da abertura do nosso mercado de capitais ao investidor estrangeiro, surgiu um grande otimismo entre os profissionais da área. Ampliação dos negócios, maior profissionalização, maior número de corretoras (inclusive as estrangeiras), crescimento das novas emissões, melhora do nível de governança corporativa, avanços do ambiente regulatório e o desenvolvimento dos mercados de derivativos eram algumas das principais expectativas, e parte delas se confirmaram, mormente após a estabilização da moeda em 1994.⁶⁸

⁶⁶ “Em 2005, a Bolsa de Valores de São Paulo-Bovespa alcançou a nona posição mundial em lançamentos de ações, chegando a suplantando a Nasdaq. Os lançamentos de ações por 15 companhias abertas, até outubro de 2005, atingiram volume superior a R\$7 bilhões, dos quais cerca de R\$2,5 bilhões tiveram origem em emissões novas. Contabilizando as distribuições de ações realizadas de 2004 a outubro de 2005, o volume supera R\$16 bilhões. A partir daí, o crescimento se intensificou ainda mais com nova oferta de ações.

O início do ano de 2006 caracterizou-se por aumento significativo do volume de negócios bursáteis. A Bovespa registrou, em fevereiro deste ano, um volume total de R\$46,3 bilhões, superando em 23,7% o do mês anterior, correspondendo a uma média diária de R\$2.204,9 milhões, patamar inédito na história da Bolsa, sendo que as transações à vista (lote-padrão), responsáveis por 87,8% das negociações, somaram R\$40,7 bilhões, representando uma média diária de R\$1.936,9 milhões”. WALD, Arnold. *Op. cit.* p. 6.

⁶⁷ “As demais Bolsas regionais passaram, neste movimento, a atuar como prestadoras de serviços em suas respectivas praças, quase como escritórios da Bovespa, que se tornou a única bolsa a negociar valores mobiliários no país.” YAZBEK, Otávio. *op. cit.* p. 142.

⁶⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.* .p. 80.

A Bovespa criou três níveis para enquadrar as empresas com capitais negociados em bolsa, formulando um conjunto de normas de conduta para tais empresas, seus administradores, acionistas, visando maior transparência e, com isso, uma melhor valorização das ações e demais ativos dessas empresas. São as companhias de nível 1, companhias de nível 2 e o Novo Mercado.

As companhias listadas no nível 1 devem estar comprometidas com a melhoria no padrão de informações prestadas ao mercado, dando-se ênfase na transparência (*disclosure*). Devem manter em circulação no mínimo 25% do capital, utilizar na colocação de seus ativos no mercado de mecanismos que possibilitem a dispersão do capital, divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*⁶⁹, divulgação de um calendário anual de eventos corporativos, dentre outros.

Já as companhias listadas no nível 2 precisam estar comprometidas, também, com a melhoria no padrão de informações prestadas ao mercado e adotar um conjunto bem mais elevado de práticas de boa governança corporativa, bem como ofertar mais direitos aos acionistas minoritários. O conselho de administração deve ter mandato de apenas 1 ano, os balanços anuais devem ser publicados de acordo com padrões previamente definidos e reconhecidos, os acionistas detentores de ações ordinárias devem ter as mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia. As ações preferenciais devem ter direito a voto em matérias como transformação, incorporação, cisão, fusão, dentre outros assuntos, adesão à Câmara de Arbitragem para solução de conflitos, dentre outros.

No terceiro nível está o Novo Mercado, que lista empresas que se comprometem, voluntariamente, à adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure*, muito além daquelas exigidas pela legislação. Ancora-se na premissa de que os maiores direitos concedidos aos acionistas e a transparência das informações proporcionam a valorização e maior liquidez das ações. Busca a criação de um ambiente de negócios bem mais adequado e seguro em razão das práticas de governança corporativa, transparência no

⁶⁹ Direito de subscrição de ações.

fornecimento de informações que possam influenciar na tomada de decisão dos investidores.

Para ingressar na seleta listagem do Novo Mercado as empresas devem obrigar-se a adotar um conjunto de medidas, que deverão ser aprovados pelas Assembléias Gerais e incluídas no Estatuto Social, visando sua adequação às regras impostas. As empresas assinam um contrato com a Bolsa de Valores de São Paulo. Dentre elas podemos destacar:

- Ampliar os direitos dos acionistas;
- Melhorar a qualidade das informações prestadas;
- Aderir à Câmara de Arbitragem, que tem por função mediar conflitos de interesses, permitindo maior agilidade na solução das pendências com menos formalismo e maior economia;
- Proibição de emissão de ações preferenciais, emitir apenas ações ordinárias, realizar ofertas públicas por meio de mecanismos que facilitem a dispersão do capital, manter em circulação uma parcela mínima de 25% de suas ações em circulação.
- Estender a todos os acionistas as mesmas condições obtidas pelos controladores, por ocasião da venda do controle da companhia e estabelecer mandato de 1 ano para o conselho de administração;
- Elaborar balanços anuais obedecendo as normas de contabilidade do United States Generally Accepted Accounting Principles-USGAAP ou as normas do International Accounting Standards Committee-IASC GAAP;

O Novo Mercado busca, fundamentalmente, a conciliação dos interesses de investidores, que desejam maior rentabilidade e liquidez para seus investimentos e empresários, que poderão obter recursos financeiros em condições vantajosas.

Uma vez atendidas tais prescrições, acredita-se que o mercado de capitais brasileiro se solidificará, abrindo-se às empresas uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos, e, para os aplicadores, um mercado mais seguro para o investimento de longo prazo. Enfim, a proposta se resume na idéia da oferta de um produto ação que vá ao encontro das expectativas dos investidores e minore os dispêndios de capital das empresas, trazendo ao País as benesses de um mercado de capitais moderno, capaz de financiar um novo ciclo de crescimento.⁷⁰

A formação de preços no Mercado de Capitais deve ser transparente e atraente e as práticas equitativas de mercado servem para garantir que todos aqueles que ingressarem no Mercado de Capitais, para comprar ou vender ações em bolsa, terão tratamento igualitário, obedecerão aos mesmos procedimentos e receberão informações de forma isonômica.

A Câmara de Arbitragem do Mercado foi criada pela BOVESPA em 2003 com a finalidade de solucionar conflitos societários que possam surgir nas empresas que compõem o Novo Mercado, bem como as companhias do nível 2 de Governança Corporativa. Deve possuir árbitros de reconhecida competência, especializados em temas atinentes ao Mercado de Capitais, buscando resolver conflitos decorrentes da aplicação dos dispositivos legais atinentes ao Mercado de Capitais, principalmente, a Lei 6.404/76, normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pela Comissão de Valores Mobiliários, Banco Central, entre outros.

3.4 OPERAÇÕES DE MERCADO

Os tipos de ordem de compra e venda de ações nas Bolsas de Valores são ordem de mercado, que é aquela em que o operador pode cumprir pelo melhor preço do momento. A ordem limitada é aquela em que o operador tem um limite de preço máximo para compra e mínimo para venda. Na ordem casada, o operador possui duas ordens e a realização de uma depende da conclusão da outra. Na ordem para o dia, caso o operador

⁷⁰PROENÇA, José Marcelo Martins. *Op. cit.* p. 108.

não consiga realizar a ordem até o final do pregão, ela estará cancelada e, por fim, a ordem por prazo indeterminado que é aquela que permanece em aberto enquanto não for cumprida.

3.5 MODALIDADES OPERACIONAIS

As Bolsas de Valores operam nas seguintes modalidades: mercado a vista, mercado a termo, mercado futuro e mercado de opções.

3.5.1 Mercado a vista

É a compra e venda de determinada quantia de ações, em um pregão, para liquidação imediata. Negociam-se ações em lotes padrão e lotes fracionários. No Brasil, existem lotes padrão unitário, de 100 ações, de 1.000 ações, de 10.000 ações e 100.000 ações.

3.5.2 Mercado a termo

O investidor se compromete a comprar ou vender uma certa quantidade de ações por um preço fixado e num prazo predeterminado. A operação consiste na compra e venda para liquidação de data futura. Ocorre a negociação entre vendedor e comprador, onde estes combinam as condições (cotação e prazo) e, na data acertada, ocorre a concretização da operação.

3.5.3 Mercado futuro de ações

Nele se negocia com datas de liquidação futuras. A compra e venda de ações são realizadas no presente, porém com data de liquidação no futuro. As expectativas dos compradores e vendedores são opostas, ou seja, os compradores acreditam que o valor das ações vai subir e os vendedores que elas irão cair.

3.5.4 Mercado de opções

Nele são negociados os direitos de comprar ou vender, por preços predeterminados, uma determinada quantidade de ações até uma data previamente estipulada pela Bolsa de Valores. As posições de compra e venda podem ser encerradas a qualquer momento, bastando que o investidor realize uma operação contrária à original, obtendo lucro ou prejuízo. O comprador da opção, titular, tem o direito de comprar do vendedor da opção, que é o lançador, uma quantidade de determinada ação, por um preço estipulado previamente. Na opção de venda o titular, vendedor da opção, tem o direito de vender ao lançador uma quantidade de determinada ação por um preço já ajustado antes.

No mercado de opções de compra, os titulares esperam que o preço, no mercado à vista, suba e fique acima do preço que eles têm o direito de pagar, enquanto os lançadores têm expectativas de que o preço caia, pois, assim, não precisarão entregar as ações e ganharão o prêmio pago pelos titulares.

O Comprador de opções (titular) tem direitos, e paga ao vendedor de opções (lançador), que tem obrigações, um valor por este direito, que é denominado 'prêmio'. O máximo que um titular pode perder no mercado de opções é o valor pago pelo prêmio, porque, se o mercado não lhe for favorável, ele deixa de exercer o seu direito e perde o valor pago. Portanto, o conjunto de direitos e obrigações é denominado 'posição', e sua forma é escritural.⁷¹

3.6 PREGÃO

É o local onde se reúnem os operadores da Bolsa de Valores para executar, presencialmente, as ordens de compra e venda dadas às corretoras, pelos vendedores e compradores de ações. O pregão físico pode ser realizado de acordo com dois tipos de sistemas de negociação existentes: o *call system* e o *trading post* ou pregão contínuo. Por meio do *call system*, os operadores se postam em torno de um balcão circular, em lugares pré-determinados, e ali anunciam suas ofertas de compra e venda. Não é um tipo adequado para Bolsas de Valores com grande volume de negócios.

⁷¹ LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de capitais. 2ª.ed.* Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003. p. 146.

O *trading post* agrupa os títulos em postos de negociação, podendo os negócios serem realizados para qualquer título simultaneamente, durante todo o período do pregão. É utilizado em grande escala e permite realizar grande volume de negócios.

3.7 HOME BROKER

A utilização dos meios eletrônicos e computadores na realização de negócios, contratações diversas, tem crescido acentuadamente nas últimas décadas em razão do grande desenvolvimento tecnológico e das facilidades e racionalidade apresentada por estes sistemas.⁷²

A confiança possui papel fundamental dentro do contexto da utilização de sistemas de informática para efetivação de transações comerciais, uma vez que tais sistemas passam a ser utilizados em larga escala para efetivação de contratos eletrônicos, sendo certo que o usuário necessita estar seguro de estar realizando transações legítimas. O comércio eletrônico contrapõe-se ao comércio tradicional, uma vez que os atos negociais são realizados a distância, sem a presença frente a frente de compradores e vendedores.

Os meios utilizados para esta contratação eletrônica à distância podem ser: telefone (com pessoas ou gravações, *voice-mail*, audiotexto, etc), rádio, satélites, fibras óticas, ondas eletromagnéticas, raios infravermelhos, telefones celulares ou telefones com imagens, videotexto, microcomputadores, televisão com teclado ou tela de contato, serviços de acesso a *emails*, computadores, *pages wireless* e outras técnicas semelhantes. Como se percebe, são meios eletrônicos digitalizados e instrumentos de comunicação de massa, que na década de 90, com a miniaturização dos elementos (*chips* etc), convergiram para possibilitar um só meio de tratamento e transporte rápido de informações e dados, que é a Internet.⁷³

⁷² “A Internet, rede mundial de computadores, surgiu no final dos anos 60, desenvolvendo e crescendo desde então, possuindo desde a sua criação funções militares e, posteriormente, educativas. A partir dos anos 90, abriu-se para o mercado comercial, possuindo capacidade de proporcionar diversos tipos de transações entre pessoas e empresas dos mais diversos ramos de atividade e acesso aos variados produtos e serviços.” SILVA, Plínio Marcos de Sousa. O comércio eletrônico e as operações bancárias in *Direito bancário e temas afins*. Campinas/SP: CS Edições Ltda, 2003. p. 551.

⁷³ MARQUES, Cláudia Lima. *Confiança no comércio eletrônico e a proteção do consumidor (um estudo dos negócios jurídicos de consumo no comércio eletrônico)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

Atualmente, verificamos que uma série de atividades são realizadas cotidianamente através da internet. Existem diversas lojas virtuais que vendem os mais variados tipos de produtos, livros, discos, viagens, roupas, comidas, entre outros. Os grandes aliados, e fundamentais na realização das transações, são os cartões de crédito, que são o meio de pagamento, e os correios, que fazem, na maioria das vezes, a entrega dos produtos. Há que se destacar, também, a forte presença dos bancos na internet e que, por meio de suas páginas (*sites*), oferecem praticamente todos os tipos de serviços e contratos, acesso à conta corrente, etc.

O comércio eletrônico é então, uma maneira de contratação à distância, realizada entre pessoas que se comunicam eletronicamente, uma disponibilizando virtualmente o produto e a outra efetivando a sua aquisição. No entanto, como ficam as questões que envolvem a proteção desse consumidor contra eventuais irregularidades ou abusos advindos desta contratação eletrônica?

Note-se que na contratação eletrônica as transações são efetivadas à distância, como já tratado anteriormente, a manifestação da vontade se dá por meio de *clicks* e impostação de senhas em *links* diversos, que vão aparecendo à medida que o interessado manifesta a sua vontade de adquirir algo. A contratação se dá, portanto, de maneira bem diferente da tradicional, e que é tratada pelos dispositivos jurídicos, como o Código Civil.

O consumidor assume riscos, ao adquirir determinado produto ou serviço de maneira virtual, uma vez que ocorrem fraudes e falsificação de informações, são criados *sites* clandestinos, entre outros golpes conhecidos. Não pode, também, ver, tocar ou experimentar o produto. Ocorre demora na entrega do bem adquirido, o uso indevido de seus dados pessoais, entre outros.

A boa-fé é o princípio máximo que permeia a contratação eletrônica. O consumidor é levado a adquirir determinado bem ou serviço de posse das informações que lhe são prestadas naquele momento. Aqui o fornecedor não aparece, não tem rosto, não tem uma estrutura física. Ocorre uma contratação muda, sem diálogos, solitária, sem rosto. Pode-se considerar que não há acordos de vontade, mas tão-somente a adesão do consumidor ao padrão que lhe é ofertado.

A teoria da aparência apresenta-se aqui, com toda a sua força, pelo fato de que o consumidor presume estar contratando com um fornecedor idôneo, que irá concretizar a negociação da maneira como manifestada, irá proteger seus dados pessoais, senhas, número de cartão de crédito, bem como promover, da maneira como contratado, a prestação do serviço ou entrega do bem.

O contrato eletrônico é concluído sem forma física, é desmaterializado, a contratação é virtual. Através do teclado ou do *mouse* do computador, o consumidor manifesta sua vontade. Não há assinatura física de contratos, o que ocorre em algumas transações é o consumidor atestar, por meio eletrônico, que tem plena ciência dos termos do contrato, que lhe é disponibilizado eletronicamente para leitura e adesão.

O consumidor não tem outra opção que não a de confiar nas informações que lhe são repassadas pelo fornecedor, adquirindo ou não o que lhe é ofertado. O Código de Defesa do Consumidor impõe ao fornecedor o dever de prestar informações prévias, claras, precisas sobre a oferta disponibilizada. Portanto, a informação é fundamental para a realização de transações fidedignas.

Outra questão de destaque, no tocante à contratação eletrônica, diz respeito aos limites territoriais, porque as transações se realizam entre fornecedores e consumidores com localização virtual, ou seja, sem uma localização estática e definida. A contratação pode se dar, também, entre pessoas localizadas em países distintos, com legislações próprias e diferentes.

Quanto à proteção dos consumidores em caso de vendas à distância entre ausentes por telefone, televisão ou por intermédio de computadores, estas novas tecnologias de comunicação, aliadas ao chamado *marketing* direto ou agressivo, acrescentaram à vulnerabilidade técnica e jurídica do consumidor novos problemas, como a crescente internacionalidade de relações, antes simples e nacionais, como a compra de livros ou de utilidades domésticas.

⁷⁴

O meio eletrônico, ao permitir que os negócios sejam concluídos entre pessoas (fornecedores e consumidores) situadas em locais diferentes, conectadas eletronicamente, provoca discussões no âmbito, por exemplo, do Direito Civil, onde se faz

⁷⁴ MARQUES, Cláudia Lima. *Op. Cit.* p. 90.

necessário definir qual foi o local da contratação e como comprová-lo para fins de eventuais litígios perante o Poder Judiciário. No âmbito do Direito Penal, há dificuldade em estipular o local onde ocorreu e/ou consumou-se o delito, para se definir a autoridade competente. Entretanto, a despeito da existência de divergências quanto a alguns aspectos jurídicos da contratação eletrônica, verifica-se que estes estão sendo utilizados em grande escala e que seus aspectos formais se amoldam às prescrições do ordenamento jurídico, devendo ser buscado em cada caso concreto a tutela devida.

O mercado financeiro, desde o surgimento da tecnologia digital, tem se valido de suas facilidades. O sistema bancário se utiliza, e coloca à disposição de seus clientes, dos meios eletrônicos para realização das transações bancárias e, com isso, consegue redução em seus custos, uma vez que os clientes, com a utilização dos chamados *internet banking*, promovem seu próprio atendimento.

Por meio da internet os investidores podem operar eletronicamente a Bolsa de Valores, enviando ordens de compra e venda de papéis, consultando cotações, facilitando, assim, o acesso de um maior número de investidores ao Mercado de Capitais. Tal sistema é conhecido como Home Broker. Para utilizar referido sistema o investidor precisa ser cliente de uma corretora que seja membro da Bolsa de Valores de São Paulo.

3.8 SISTEMA DE PAGAMENTOS BRASILEIRO (*CLEARING HOUSES*)

Além de desenvolvido, o Mercado de Capitais deve ser eficiente para que seja atraente aos investidores. O Mercado deve oferecer vantagens, transparência, proteção e agilidade, caso contrário não se mostrará interessante ou atraente. Há que haver a garantia ao investidor de que as operações, por ele realizadas, sejam efetivamente concluídas, ou seja, que o vendedor entregue os títulos vendidos e que o comprador pague a quantia devida. Por isso, a liquidação das operações possui fundamental importância para o regular funcionamento e credibilidade do Mercado de Capitais.

Remonta ao século XIX a origem das *clearing houses*, sendo que surgiram em 1882 em Nova Iorque, nos Estados Unidos da América e em Havre, na França. No Brasil, surgiu em 1905 em Santos, para cuidar dos contratos de compra e venda de café a termo, em razão das dificuldades, das operadoras, em gerenciar os riscos em virtude das oscilações na cotação do produto. Posteriormente, foram criadas caixas de liquidação no Rio de Janeiro.

As chamadas *clearing houses* são pessoas jurídicas constituídas para realizar a compensação e liquidação das transações realizadas por meio das Bolsas de Valores ou dos demais sistemas de negociação de valores mobiliários. São câmaras de compensação. Realizam, também, a custódia de ativos negociados e o gerenciamento de riscos. Estas atividades, em princípio, eram realizadas pelas próprias Bolsas de Valores, estando, portanto, vinculadas à mesma entidade onde se realizaram as negociações objeto da liquidação. Há uma tendência mundial de separação destes ambientes de negociação e liquidação.

Uma vez ocorrendo o fechamento do negócio, devem ser confirmados os termos em que foi realizado, procedendo-se à liquidação. No espaço de tempo entre o fechamento do negócio e a efetiva liquidação existe a possibilidade do inadimplemento das partes envolvidas, seja risco do crédito ou risco de liquidez, o que pode levar à não concretização da negociação entabulada. O papel da *clearing* é exatamente o de gerenciar este risco, visando a liquidação da operação.

O Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) é o conjunto de entidades, regras, instrumentos e procedimentos operacionais relativos à liquidação e encerramento de uma operação. Busca diminuir a defasagem entre a contratação e a liquidação, reduzir custos, diminuir a possibilidade de perdas. Tal previsão encontra-se no artigo 2º. da Lei 10.214/2001:

Art. 2º O sistema de pagamentos brasileiro de que trata esta Lei compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas.

Parágrafo único. Integram o sistema de pagamentos brasileiro, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência:

I - de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito;

II - de transferência de fundos e de outros ativos financeiros;

III - de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários;

IV - de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e

V - outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na norma deste artigo.

Para os mercados considerados importantes, foram criadas *clearing houses*, tais como: para operações com derivativos de bolsa e de balcão foi criada a *clearing* da Bolsa Mercantil e Futuros, na qual são liquidadas as operações realizadas nos sistemas da bolsa e aquelas realizadas em mercado de balcão; para as operações com ações e valores mobiliários de renda fixa, foi criada a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia; para operações de câmbio, a *clearing* de ativos da BM&F e, para as transferências interbancárias, foi criada a CIP-Câmara Interbancária de Pagamentos.⁷⁵

Interessa, ao presente trabalho, tratar especificamente da CBLC, que é a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, que foi criada a partir da reestruturação, em 1998, da Bolsa de Valores de São Paulo. À época foi destinado parte do patrimônio da Bovespa para a formação de uma empresa destinada a, de modo independente, realizar as atividades de liquidação, custódia e controle de risco das operações do mercado financeiro brasileiro.

Portanto, a CBLC é responsável pelas atividades atinentes à compensação, liquidação e serviços de custódia e pelo monitoramento e controle do risco associado às

⁷⁵ YASBEK, Otávio. *Op. Cit.* p. 237.

operações por ela liquidadas. A eficiência do Mercado de Capitais e da Bolsa de Valores depende, fundamentalmente, do bom desempenho da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia.

3.9 VALORES MOBILIÁRIOS

A Lei 10.303/2001 alterou diversas disposições da Lei 6.385/76 e apresentou um rol de valores mobiliários. São considerados valores mobiliários, dentre outros, as ações, as debêntures, bônus de subscrição, os certificados de depósito de valores mobiliários. A lei em tela não dá o conceito de valores mobiliários, apenas apresenta uma relação de títulos por ela abrangidos. A expressão vem do termo francês *valeurs mobilières*, significando títulos negociáveis emitidos por pessoas jurídicas, que podem ser transmitidos pela simples tradição ou por registro, conferindo a seus titulares direitos de participação ou remuneração. Os valores mobiliários brasileiros apresentam similaridade com os *securities* do direito norte-americano.⁷⁶

Na França, o conceito legal de valores mobiliários compreende os títulos de massa, emitidos por pessoas jurídicas, e que conferem uma participação em seu capital social ou direito de crédito em relação ao seu patrimônio. A lei francesa adota um conceito restrito de valores mobiliários, limitados aos títulos que representam direitos de sócios ou de credores debenturistas. Nos Estados Unidos da América, a *security* corresponde aos valores mobiliários.

No Brasil, a expressão ‘valores mobiliários’ apareceu, pela primeira vez, na Lei 4.728/65, que cuidava da organização do mercado financeiro e de capitais brasileiro. A Lei 6.385/76 instituiu o mercado de valores mobiliários e não estabeleceu o conceito legal de valor mobiliário, apenas enunciava taxativamente os papéis de emissão das empresas. Posteriormente, diversas instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários e

⁷⁶ YAZBEK, Otávio. *Op. cit.* p. 90.

resoluções do Conselho Monetário Nacional incluíram novos papéis, dentre os valores mobiliários. Fábio Ulhoa Coelho conceitua valores mobiliários como sendo “instrumentos de captação de recursos, para o financiamento da empresa, explorada pela sociedade anônima que os emite, e representam, para quem os subscreve ou adquire, uma alternativa de investimento.”⁷⁷

Veja-se o rol de valores mobiliários apresentado pela lei 10.303/2001, que alterou a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

⁷⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. Vol, 2.. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 136.

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;

II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

No entanto, a lei não limitou o rol de valores mobiliários. Passaremos a tratar dos valores mobiliários mais utilizados no Mercado de Capitais.

3.9.1 Ações⁷⁸

As empresas, ao necessitarem de capital para fazer novos investimentos, têm a opção de, por intermédio do mercado de ações, buscar recursos financeiros para fazer frente ao desenvolvimento de sua atividade econômica. Tais empresas procuram reduzir os riscos de suas atividades, dividindo-o com terceiros que adquirem ações de sua companhia. Estes terceiros, além dos riscos assumidos, também adquirem direitos sobre o patrimônio da empresa, bem como sobre os rendimentos gerados pelas atividades da empresa.

⁷⁸ “A palavra ‘ação’ para designar o título representativo do capital das sociedades anônimas, foi usada, pela primeira vez, segundo informa Lehmann, em 1.606, para assinalar a ação (pretensão judicial) promovida para exigir o dividendo” RUBENS, Requião. *Op. cit.* p. 74.

De acordo com Rubens Requião ação é “o título representativo do preço de emissão, em que é dividido o capital social e da qual resulta o direito de seu titular de participar da vida da sociedade anônima.”⁷⁹ Possibilitam a transferência de participação societária na empresa e a negociação no mercado de valores mobiliários. Existe divergência doutrinária sobre a possibilidade de considerar as ações como títulos de crédito, tendo em vista que não possuem todos os requisitos tradicionais aos títulos de crédito.

A maior parte das objeções à posição tradicional surgiu em face da existência de ações nominativas (em contraposição aos títulos ao portador) e da larga adoção, hoje, das chamadas ações escriturais, de que não se emitem certificados (sendo apenas mantidas como registros, nos termos do art. 34 da Lei n. 6.404/1976). Esse tipo de posição ganhou reforço no Brasil, ainda, quando da vedação, pela Lei n. 8.021/90, da emissão de ações ao portador, motivo pelo qual, hoje, tais títulos devem ser sempre nominativos, com o registro de seu titular nos livros da companhia ou com a forma escritural supra-referida. Por outro lado, alguns autores também reforçam a distinção entre a situação do acionista e a do detentor de um título de crédito, casos de que decorrem direitos e deveres bastante distintos.⁸⁰

As ações conferem *status* de sócios aos seus titulares, normalmente são de fácil e rápida negociação. A sociedade aberta não pode interferir na negociabilidade das ações, que é livremente realizada pelos seus titulares, os acionistas. Segundo Rubens Requião “A circulação nas sociedades abertas há de se proceder, necessariamente, com ampla liberdade, em vista de sua atuação se dirigir, no setor acionário, inteiramente para o mercado”⁸¹. Nas sociedades fechadas esta circulação pode ser limitada pelo estatuto social.

De acordo com o artigo 15 da Lei 6.404/76 é possível a criação de três classes de ações, sendo elas as ordinárias, as preferenciais e as gozo ou de fruição.⁸² As ordinárias e as preferenciais são as principais. Os detentores das ações preferenciais

⁷⁹ REQUIAO, Rubens. *Op. cit.* p. 88.

⁸⁰ YAZBEK, Otávio. *Op. cit.* p. 91/92.

⁸¹ “REQUIAO, Rubens. *Op. cit.* p. 86.

⁸² Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais ou de fruição.

§ 1º. As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

aceitam restrições ao exercício de poderes junto à empresa em troca de vantagens patrimoniais, não se envolvendo na gestão da empresa.

As ações ordinárias são aquelas comuns e em que, nas sociedades abertas, não se admite qualquer preferência ou condição. Somente nas sociedades fechadas, nos termos do artigo 16 da lei 6.404/76, é permitida a criação de classes diferentes em razão dos requisitos lá apontados.⁸³ Conferem aos titulares participações igualitárias nos lucros e dividendos.

No caso das ações preferenciais, como o próprio nome já indica, conferem aos titulares vantagens e preferências especiais. Podem possuir, por exemplo, prioridade na distribuição de lucros e dividendos, prioridade no reembolso do capital. Os titulares de ações preferenciais, emitidas por companhias fechadas ou abertas que não suprimam ou restrinjam o exercício do direito a voto ou que não possuam ações negociadas no mercado mobiliário, terão a prioridade no recebimento de dividendos. Os possuidores de ações preferenciais, emitidas por companhias abertas, com alguma restrição ao direito a voto ou sem direito a voto, deverão ter alguma vantagem, como participar da distribuição do lucro líquido, com prioridade de percepção de lucro líquido, direito de receber dividendos nunca inferiores ao das ações ordinárias, entre outros.

As ações de fruição são aquelas que resultam da amortização das ações ordinárias ou preferenciais, se assim dispuser o estatuto ou por determinação da Assembléia Geral Extraordinária. Devolvem aos acionistas o valor de seu investimento. Conferem ao seu titular o direito de participar dos lucros, preferência na subscrição de novas ações, fiscalização da sociedade, dentre outros. De posse das ações de gozo ou fruição, o acionista continua tendo os seus direitos na sociedade, tomando parte nas deliberações, caso as ações substituídas lhe confirmem tais direitos e fazendo jus aos dividendos.

As ações podem, ainda, ser classificadas quanto a sua forma, em ações nominativas e escriturais. As nominativas são as que possuem o nome de seu titular contido

⁸³ Art. 16.

...

I - conversibilidade em ações preferenciais;

II - exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou

em seu texto e mantido no registro da empresa emitente. A mudança de titularidade somente se consolida com a alteração da denominação do titular junto ao livro de “Registro de Ações Nominativas”, onde é elaborado um termo datado e assinado pelas partes envolvidas, por seus representantes ou por extrato emitido pela instituição custodiante. Quando a transferência se der por ordem judicial como, por exemplo, no caso de sucessão *mortis causae*, adjudicação, arrematação, dentre outros, a transferência se efetivará mediante a apresentação de documentação hábil (formal de partilha, mandado ou alvará judicial, por exemplo).

Nos dizeres Rubens Requião “a ação escritural dispensa corporificação do título em certificado emitido pela companhia e, por isso, não deve ser considerada título de crédito” A instituição financeira autorizada pela CVM ou pela Bolsa de Valores a manter esse serviço, apenas efetua o registro da ação em livro especial. A companhia é a responsável direta pelos danos causados aos interessados em razão de irregularidades apresentadas nos serviços prestados pela instituição financeira autorizada. Uma vez indenizado o acionista, a empresa terá direito de regresso contra a instituição financeira.⁸⁴

Em relação à companhia, a ação é indivisível, representando umas das partes em que se divide o capital. Não há necessidade de capacidade plena do indivíduo para que este possa tornar-se acionista de uma determinada empresa, podendo, portanto, menores e incapazes, adquirir ações e exercer os direitos a elas inerentes. Dentre os direitos básicos do acionista verificamos que estão os de participar dos lucros, participação do acervo em caso de liquidação da sociedade, fiscalização, preferência na subscrição de ações e votar nas deliberações das assembléias gerais.

Também a Lei das Sociedades Anônimas destaca e regula as atividades do *acionista controlador*, que é a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria de voto nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, usando, efetivamente, o seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.⁸⁵

III - direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

⁸⁴ REQUIAO, Rubens. *Op. cit.* p. 98.

⁸⁵ MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial.* Op. Cit. p. 344.

Algumas ações, em razão do valor e da empresa que representam, são denominadas de *Blue Chips*, tendo em vista que estão relacionadas à empresa de maior procura e preferência, por parte dos investidores no mercado.

Os acionistas têm vários direitos em relação à empresa e basicamente apenas uma obrigação, que é a de pagar o valor das ações que subscreveu. Quanto aos direitos, que não podem ser suprimidos nem pelos Estatutos Sociais, nem pela Assembléia de Acionistas, são os de participar dos lucros da empresa, participação, em caso de liquidação da companhia, do seu acervo, fiscalização da gestão dos negócios, preferência na subscrição de novas ações, debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição, podem ainda exercer seu direito de retirada da sociedade, nos casos previstos em lei.

O *Tag Along* é o direito de venda de ações conferido ao acionista minoritário, caso os acionistas, que detenham o controle da companhia, realizem a venda de suas ações. A alienação do controle da companhia somente pode ser realizada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o comprador irá realizar oferta pública de aquisição das ações, tanto das ordinárias, quanto de outra natureza, com direito a voto, assegurando o pagamento do preço, no mínimo, igual a 80% do valor pago por ação componente do bloco de controle.

As ações, como investimento que representam, têm rendimentos e resultados distribuídos pela companhia que representam, independente da valorização ou desvalorização das ações, que é resultado das condições do mercado, são os dividendos e bonificações. Há, também, o *split*, que é o desdobramento de uma ação em um número maior de ações para dar maior liquidez aos títulos no mercado. O *inplit*, ao contrário, é o agrupamento de ações, geralmente, para ajustar o valor nominal das ações. Os dividendos são pagos em dinheiro e são decorrentes de uma porcentagem mínima de 25% do lucro líquido. As bonificações consistem no recebimento gratuito de um determinado número de novas ações resultantes do aumento do capital da empresa em decorrência de incorporação de reservas ou lucros.

3.9.2 Partes beneficiárias

São títulos negociáveis emitidos pelas companhias fechadas, estranhos ao capital, e conferem ao titular direito de crédito contra a sociedade, consistente na participação no lucro líquido anual. São conhecidos, também, como partes do fundador. Podem circular como valores mobiliários, tendo cotação em bolsa e, por não possuírem valor nominal, sua cotação variará de acordo com o desempenho da empresa. É vedada a emissão de partes beneficiárias pelas companhias abertas.

A razão da existência das partes beneficiárias é para se compensar os fundadores da sociedade, e seus esforços, permitindo-lhes a participação nos lucros, independentemente das ações que possuem. Por serem estranhas ao capital social, não permitem direito a voto, participação em assembleias, sendo possível a fiscalização dos negócios da sociedade, já que a lucratividade da empresa interessa ao beneficiário.

São representadas por títulos ou certificados, com a observância dos requisitos legais, tais como: a designação 'parte beneficiária', a denominação da sociedade, o número de partes beneficiárias criadas e seu número de ordem, os direitos que lhe são atribuídos pelo estatuto, o nome do beneficiário, data de emissão e assinatura de dois diretores. Devem ser escrituradas em livros especiais destinados à inscrição dos nomes dos beneficiários e termos de transferências. Poderão ser convertidas em ações.

3.9.3 Debêntures

São títulos representativos de dívidas da empresa, sendo instrumentos de financiamento da atividade empresarial, emitidos para circulação no Mercado de Capitais. O valor total do empréstimo a ser obtido pela empresa é subdividido em parcelas, dando origem a títulos. São títulos emitidos pelas sociedades anônimas e representam uma parte de um empréstimo efetivado pela sociedade. O titular possui um direito de crédito contra a

sociedade. Difere da ação tendo em vista que esta confere ao titular o direito de participação na sociedade.

Por meio da emissão de debêntures as empresas obtêm recursos de longo prazo, destinados, quase sempre, ao financiamento de seus investimentos fixos, atendendo, também, por vezes, as necessidades de capital de giro da empresa.

São uma alternativa para o aumento de capital, sendo indicadas nos casos em que o mercado não se encontre predisposto à absorção de ações ou, ainda, quando aos antigos acionistas não convenha aumentar o capital próprio - com isso reduzindo o lucro por ação - bem como nas hipóteses em que um lançamento vultoso de ações (excesso de oferta) seja julgado inconveniente, dados os reflexos negativos que poderia operar sobre sua cotação em bolsa de valores.⁸⁶

Fica a cargo da Assembléia Geral Extraordinária ou do Conselho de administração autorizar a emissão de debêntures, fixando valor de emissão e os demais critérios, como a garantia oferecida, condições de correção monetária, vencimento, etc. Uma vez autorizado empréstimo, mediante a emissão de debêntures, será elaborada uma escritura de emissão, por instrumento público ou particular.

O valor total da emissão das debêntures não pode ser superior ao capital social. Seu vencimento deve ser por prazo determinado, sendo que a lei estipula que o vencimento, também, pode se dar em caso de inadimplemento no pagamento dos juros, na dissolução da sociedade, ou outras condições previstas no título. Em alguns países há previsão de emissão de debêntures perpétuas, embora não seja comum na prática, tal emissão.

As debêntures são garantidas por algumas modalidades de garantia. As debêntures com garantia real são aquelas em que o empréstimo é captado pela sociedade oferecendo-se hipoteca, penhor ou anticrese, como garantia. As debêntures com garantia flutuante possuem como garantia todo o ativo da sociedade (bens, créditos e direitos existentes por ocasião de sua eventual liquidação). Há debêntures sem garantia, sendo o

⁸⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Op. cit.* p. 265.

debenturista simplesmente um credor quirografário, concorrendo em igualdade de condição com os demais credores sem garantia. Há, também, as debêntures sem garantia onde há uma cláusula de subordinação, onde os debenturistas, em caso de liquidação da sociedade, são pagos somente se satisfeitos os credores quirografários.

As debêntures são representadas por certificados emitidos pela empresa, assinados por um diretor, devendo possuir alguns requisitos essenciais: denominação, prazo de duração, indicação da espécie, condições de conversibilidade em ações, número de ordem, nome do debenturista. Não podem haver debêntures endossáveis e debêntures ao portador. Há somente debêntures nominativas, divididas em escriturais e registradas.

As debêntures escriturais não possuem existência física, são mantidas em instituição financeira administradora, em conta de depósito em nome do titular. As escriturais na prática não existem em virtude dos sistemas de informática e dos meios eletrônicos que tornam ultrapassadas as técnicas de efetivar inscrição em Livros de Debêntures e respectivos registros.

O debenturista faz jus ao recebimento de juros, não participando da sociedade por ser tão-somente um credor desta. Foi adotado por alguns países, inclusive o Brasil, a emissão de debêntures conversíveis em ações, facultando aos seus titulares a opção, dentro do prazo estipulado, de serem tais títulos convertidos em ações, passando assim o debenturista a ser participante da sociedade e não somente credor.

A lei prevê a nomeação de um representante dos debenturistas, conhecido como agente fiduciário dos debenturistas, que irá representar os debenturistas perante a sociedade e promover a defesa dos interesses destes, prestando contas através de relatório anual. Poderá, inclusive, atuar contra a sociedade, caso esta deixe de cumprir suas obrigações. Caso a escritura permita, poderá autenticar certificados de debêntures, administrar o fundo de amortização, manter em custódia os bens dados em garantia, entre outros.⁸⁷

⁸⁷ MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial*. Op. Cit. p. 316/317.

A empresa emissora das debêntures poderá promover a extinção destas quando amortizadas, devendo ser feitas as devidas anotações nos livros próprios, cancelando-se os certificados emitidos.

As debêntures podem ser dadas em garantia, tendo em vista que são títulos representativos de uma parcela de empréstimo contraído pelas sociedades anônimas. A Lei 6.404/76 estipula que as instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central poderão emitir cédulas de debêntures, que são cédulas lastreadas em debêntures. Tais cédulas poderão ser nominativas, escriturais ou não, contendo requisitos essenciais à sua validade, tais como: valor nominal, data de vencimento, juros, correção monetária, lugar do pagamento, entre outros.

Além das debêntures comuns, há a possibilidade de emissão de debêntures padronizadas com a finalidade de promover o desenvolvimento de um mercado transparente e líquido para títulos privados de renda fixa. Tais debêntures possuem cláusulas objetivas de fácil compreensão, aplicação e de execução simplificada. Prevê a utilização de arbitragem para solução de conflitos.

3.9.4 Bônus de subscrição

São títulos negociáveis que conferem aos seus portadores o direito de subscrever ações por um valor nominal fixo, em épocas futuras. São bônus emitidos por companhias de capital autorizado. O limite para emissão dos bônus é fixado dentro do limite autorizado para aumento do capital autorizado no estatuto. Podem ser atribuídos, pela companhia a título de vantagem adicional, aos subscritores de ações ou debêntures, tendo os acionistas preferência na aquisição.

São, portanto, valores mobiliários que conferem ao seu titular o direito de, num futuro aumento de capital, subscrever, preferencialmente, novas ações da empresa emissora.

3.9.5 Notas comerciais

As notas comerciais foram criadas pela Resolução 1.723/90 do Conselho Monetário Nacional. Também conhecidas como notas promissórias emitidas por sociedades anônimas para fins de financiamento. É mais um tipo de instrumento de dívida, cada vez mais utilizado no Brasil. São assemelhadas aos *commercial papers*, amplamente utilizados no comércio internacional.

Os *commercial papers* são notas promissórias com certas particularidades, justificáveis em função de sua negociabilidade em mercados de capitais. Assim, embora revestida das principais características de documento cambiário, a nota promissória emitida pela sociedade anônima, como instrumento de securitização, sujeita-se a determinadas condições específicas.⁸⁸

Distinguem-se das debêntures porque apresentam maiores valores de face, geralmente atendem necessidades de capital de curto prazo e possuem destinatários específicos. Não possui garantias, sendo emitidas com altos valores, o que viabiliza os custos de seu lançamento.

3.9.6 ADR e BDR

Visando alavancar o mercado de ações, o governo autorizou as empresas a lançar os ADR (*American Depositary Receipt*), que são papéis emitidos e negociados nos Estados Unidos. Uma empresa emite ou compra ações no mercado secundário e deposita em um banco local, que atua como custodiante. É um recibo representativo de uma ação de empresa estrangeira, depositado no banco do país de origem e negociado nos Estados Unidos. O ADR tem os mesmos direitos que as ações depositadas: dividendos, bonificações, valor de cotação pelo mercado, entre outros. Sua cotação é em dólares e são livremente negociados nas Bolsas e Mercado de Balcão dos Estados Unidos.

O ADR, como já foi citado, é um certificado emitido por banco norte-americano (banco emissor) que é depositado em um banco no

⁸⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. Cit.* p. 153.

país de origem da empresa (banco custodiante). São cotados em dólares e negociados livremente em bolsas ou mercado de balcão nos EUA, como qualquer outro valor mobiliário norte-americano. No caso brasileiro, o fluxo de recursos se inicia quando uma corretora ou banco norte-americano compra, no mercado brasileiro, títulos de uma empresa e os entrega para custódia em um banco local. Esse, por sua vez, atuando como agente do banco norte-americano emissor dos ADRs, o instrue a emitir os certificados que são entregues ao investidor americano. O programa de lançamento de ADR deve ser examinado e aprovado pela CVM no Brasil, dependendo do nível da emissão, pela SEC nos Estados Unidos.⁸⁹

Os BDR, *Brazilian Depositary Receipts*, tratam-se de um valor mobiliário que se utiliza do mesmo mecanismo dos ADR, ou seja, ocorre o investimento de capital brasileiro em empresas sediadas no exterior. Referida empresa contratará um Banco em seu país que custodiará suas ações e um banco no Brasil que emitirá as BDR. O investidor brasileiro, ao adquirir as BDR estará adquirindo direitos sobre as ações emitidas no país de origem.

Portanto, no presente capítulo abordamos o Mercado de Capitais, sua origem, seu conceito, modo de funcionamento, tratamos, também, da Bolsa de Valores, sua regulamentação e suas funções, bem como os principais valores mobiliários. Uma vez analisadas estas questões, podemos ter uma noção básica sobre o funcionamento da estrutura do Mercado de Capitais e, passaremos, no capítulo seguinte, a cuidar do sistema protetivo dos investidores e consumidores.

⁸⁹ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2001. p. 46

4 SISTEMA PROTETIVO DOS INTERESSES COLETIVOS DOS INVESTIDORES E CONSUMIDORES.

Um Mercado de Capitais sólido, desenvolvido e eficiente deve ter como um de seus fundamentos o comprometimento com a necessidade de proteção aos direitos dos investidores. Verifica-se que, mais recentemente, tem ocorrido um crescimento daqueles que se interessam em fazer aplicações no Mercado de Capitais, e o que tem contribuído para isto é, fundamentalmente, a segurança do mercado, o crescimento da economia, o desenvolvimento das empresas, os investimentos estrangeiros, as recentes privatizações de empresas, dentre outros.

Os investidores passaram a possuir uma série de mecanismos destinados à proteção de seus direitos junto ao Mercado de Capitais. Há mecanismos de proteção individual e coletiva, ou seja, os lesados poderão valer-se de ações individuais na busca da proteção de seus próprios interesses ou, quando o dano atingir uma determinada categoria ou toda a coletividade, poderá ser utilizado, pelo ente legitimado, a medida apropriada para tutela destes interesses.

Entretanto, no que pertine ao processo coletivo, quem está a merecer efetivamente essa proteção coletiva? Será que todos os investidores poderão beneficiar-se do processo coletivo? O investidor pode ser equiparado ao de consumidor para efeito de tutela individual ou coletiva? Todos os tipos de investidores poderiam ser considerados hipossuficientes? Passamos a analisar estas questões neste capítulo.

4.1 INVESTIDORES

Impende verificar as características dos investidores e seus perfis. O investidor é aquele que dirige sua poupança, conceituada aqui como parcela de sua renda que não foi direcionada ao consumo, à aplicações diversas, que poderão proporcionar-lhe rendimentos. Tais investimentos necessitam ser bem planejados e estruturados, sob pena de provocar prejuízos em razão dos riscos inerentes ao mercado. Dentre as várias possibilidades de investimentos, verificamos que há aqueles em que o risco é baixo, mas a rentabilidade, também, é baixa, como é o caso da caderneta de poupança.

Os imóveis também apresentam risco de investimento baixo, no entanto, a rentabilidade pode variar bastante, podendo ser baixa ou alta, em razão de fatores que venham a valorizar ou desvalorizar os imóveis. Há, com relação a investimentos em imóveis, o problema quanto à liquidez, uma vez que a venda do imóvel, e sua conversão em dinheiro, podem ser demoradas.

Com relação às aplicações no Mercado de Capitais, na compra de ações, por exemplo, o investidor deve ter em mente que a rentabilidade poderá ser boa, entretanto, ele deve estar preparado para tolerar as oscilações do mercado e da cotação do valor das ações. Portanto, no momento de investir, devem ser analisadas, pelo investidor, a segurança, rentabilidade e a liquidez.

Ao investir, deve-se ter um objetivo em mente, como garantir recursos para a aposentadoria, compra de imóvel, educação dos filhos ou simplesmente ter uma reserva para as despesas imprevisíveis (saúde, desemprego, etc). A importância de se ter um objetivo deve-se à necessidade de estabelecer os contornos ou parâmetros do investimento, como horizonte de retorno, grau de risco, necessidade de liquidez, tributação, entre outros. Esses contornos devem ser constantemente revistos para a construção da carteira de investimento do aplicador.⁹⁰

Podemos considerar a existência de quatro tipos de investidores no Mercado de Capitais: as pessoas físicas, as pessoas jurídicas, os investidores externos e os investidores institucionais ou qualificados. Passaremos a analisar estas categorias de investidores, sendo certo que as pessoas físicas e pessoas jurídicas, que não se enquadram

⁹⁰ CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *Op. Cit.* p. 229.

nas demais categorias, serão tratadas dentro do tópico dos investidores comuns ou não-institucionais.

4.1.1 – Investidores comuns ou não-institucionais

O investidor pode atuar, individualmente, no Mercado de Capitais, por meio de corretoras, às quais dirige as ordens de compra e venda. Alguns dos investidores são clientes de bancos e se valem destes para execução de suas ordens de investimento. Os bancos são responsáveis por grande parte das transações efetuadas no Mercado de Capitais e, muitas delas, são feitas por pequenos investidores, que sequer têm condições de comprovar a correta execução de suas ordens de compra e venda de papéis junto ao Mercado de Capitais, ou mesmo, confiam no correto funcionamento do mercado.

Os investidores, pessoas físicas, podem se reunir em grupos e formar Clubes de Investimento, sendo que um representante do grupo irá transmitir as ordens de compra e venda à corretora escolhida. Tais grupos, geralmente, são formados por funcionários de uma mesma empresa, pessoas com objetivos em comum, tais como médicos, aposentados, etc. Há, também, a possibilidade de se investir em ações por meio dos fundos de investimento, onde o investidor adquire cotas de um fundo de ações, que é administrado por um Banco, ou Corretora de Valores, ou mesmo por um Gestor de Recursos independente, que possuam autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

Nos casos de abuso nos negócios de investimento e na custódia bancária dos títulos dos seus clientes, existe perigo de que principalmente os investidores estrangeiros fujam, porque eles não teriam mais nenhuma confiança na organização dos serviços prestados pelos bancos. A capacidade funcional do Mercado de Capitais pode ser fortemente influenciada pela ausência desses agentes importantes, por depender em grande medida da oferta e demanda dos investidores.

As relações contratuais entre bancos e seus clientes carecem, portanto, de uma regulamentação especial, a fim de proteger, por meio de uma eficiente fiscalização estatal, o interesse público na capacidade funcional do Mercado de Capitais. No âmbito destas diretrizes legais, a entidade pública de fiscalização deve, porém, ser capaz de elaborar rapidamente novas regras,

para poder reagir de maneira flexível ao desenvolvimento do mercado de capitais.⁹¹

Não existe valor mínimo para se investir em ações, sendo que varia de acordo com a ação pretendida, bem como em função da corretora escolhida. O que caracteriza este tipo de investidor é a sua não-profissionalidade, ou seja, sua atuação no mercado, ao optar pela aquisição determinada ação ou escolher certo momento para vendê-las, está agindo apenas com base nas informações que lhe são disponibilizadas, sem um aprofundamento quanto à situação posta.

4.1.2 Investidores externos ou não residentes

Os investidores externos são autorizados a investir no Mercado de Capitais brasileiro desde que, inicialmente, promovam seu registro de investidor não residente no país, de acordo com as normas da Comissão de Valores Mobiliários. Podem ser tanto pessoas físicas, quanto jurídicas, fundos ou outras entidades de investimento coletivo, com domicílio no exterior.

De acordo com Eduardo Fortuna, as etapas para a entrada de dinheiro estrangeiro na Bolsa de Valores, podem ser seqüenciadas da seguinte maneira:⁹²

- o investidor estrangeiro escolhe uma instituição financeira nacional para servir como seu representante legal no país;
- o representante local solicita o registro do investidor na CVM, que tem o prazo de um mês para analisar o pedido;
- se a CVM der o sinal verde, o investidor pode começar a operar nas bolsas já no dia seguinte;
- o investidor dá as ordens de compra de ações às corretoras no país, sem passar, necessariamente, pela intervenção de seu representante local;

⁹¹ KUMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais-do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 5/6.

⁹² FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 16^a. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005. p. 597.

- no final do dia, o administrador local é comunicado pela corretora de que as ordens de compra em nome de seu cliente foram executadas e dá conhecimento ao investidor com o resumo de suas posições;
- para pagar a compra dos papéis, o investidor remete os dólares para uma conta aberta em seu nome no país;
- o representante local do investidor comunica ao BC a operação de conversão dos dólares em reais e recebe um certificado de registro do investimento;
- o representante local retira o dinheiro da conta do investidor e paga a corretora que executou as ordens de compra das ações; e
- a corretora faz a transferência da custódia, na bolsa, das ações adquiridas.

Portanto, pode haver investidores externos institucionais e não-institucionais, devem possuir residência, sede ou domicílio no exterior e podem investir nos mesmos tipos de investimentos disponibilizados aos aplicadores locais.

4.1.3 Investidores institucionais ou qualificados

Parte importante dos investidores do Mercado de Capitais é ocupada pelos investidores tidos como qualificados ou institucionais, representando volume expressivo de investimentos. Sua previsão normativa surgiu no Brasil com a Instrução CVM 254 em 1994, que alterou a Instrução CVM 215 onde eram regulamentados a constituição, funcionamento e administração dos fundos mútuos de investimento em ações. O conceito brasileiro de investidor qualificado está condizente com a regulação de outros países desenvolvidos.⁹³

⁹³ Em Portugal, o Código dos Valores Mobiliários em seu artigo 30º., no. 1, afirma que “...são investidores institucionais as instituições de crédito, as empresas de investimento, as instituições de investimento colectivo, as empresas seguradoras e as sociedades gestoras de fundos de pensões.” RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001. p. 18.

El papel de los inversores institucionales en la compraventa de valores admitidos a cotización en mercados organizados es en todo el mundo, y desde luego en Europa y en España, esencial en los momentos presentes, ya que un alto porcentaje del capital social de las sociedades cotizadas, no sólo de las grandes, sino incluso de las menos relevantes desde un punto de vista económico, es poseído por inversores institucionales.⁹⁴

Eram considerados investidores qualificados somente as instituições financeiras, as companhias seguradoras, as entidades abertas e fechadas de previdência privada, fundos de investimentos regulados e fiscalizados pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários e outros investidores que tivessem em carteira de valores mobiliários em valores superiores a R\$500 mil. Com a Instrução CVM 302 de 1999, foi revogada a Instrução 215 e regulamentados os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários e foram incluídos, como investidores institucionais, as sociedades de capitalização e as pessoas jurídicas não financeiras e pessoas físicas com patrimônio líquido superior a R\$5 milhões.⁹⁵

As instruções CVM 326/2000, 336/2000 e 338/2000 alteraram o capítulo que disciplinava os investidores qualificados. Todas foram revogadas pela Instrução CVM 409/2004 que passou a considerar investidores qualificados as instituições financeiras, as companhias seguradoras e sociedades de capitalização, as entidades abertas e fechadas de previdência complementar, as pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros em valores superiores a R\$300 mil e que atestem a condição de investidores qualificados, mediante declaração por escrito, os fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e os administradores de carteira e consultores de valores mobiliários com autorização da CVM em relação aos seus recursos próprios.

Vários critérios são fixados para caracterizar o investidor qualificado. Quanto à pessoa jurídica, o principal critério é a atividade por ela exercida

⁹⁴ RUIZ, Emilio Díaz. *Op. cit.* p. 204.

Tradução livre: O papel dos investidores institucionais na compra e venda de valores admitidos à cotação em mercados organizados é, em todo o mundo, e desde logo, na Europa e Espanha, essencial nos momentos atuais, já que uma alta porcentagem do capital social das sociedades anônimas, não somente das grandes, inclusive das menos relevantes do ponto de vista econômico, é de propriedade dos investidores institucionais.

⁹⁵ WALD, Arnold. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. *in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais n. 32*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006. p. 16/17.

(geralmente, atividades financeiras ou de investimento), critério também aplicado pela legislação brasileira. Quanto à pessoa física, verificamos que são relevantes tanto a função exercida como o patrimônio, a renda e o montante investido em valores mobiliários, distinguindo-se dos critérios adotados pela legislação brasileira, que apenas considera o montante investido.⁹⁶

O investidor institucional, cujo conceito está inserido dentro do âmbito dos investidores qualificados, “...é o mais importante participante dos mercados financeiros e de capitais, em face de sua imensa massa de manobra que são os recursos captados junto a seus públicos. São os profissionais da aplicação de recursos de terceiros, entidades que merecem atenção especial da autoridade monetária, quando se trata de manter a liquidez dos mercados financeiros.”⁹⁷

Nos Estados Unidos são encontradas diversas definições legais para investidores qualificados, que se alteram de acordo com a operação da qual o investidor pretenda participar e a necessidade de proteção. Podem ser encontradas normas federais, normas da SEC (*Securities and Exchange Commission*), bem como nas leis estaduais.

Diferentemente do sistema brasileiro, no qual encontramos apenas uma definição legal para investidor qualificado, nos Estados Unidos são adotadas várias definições, que variam conforme a operação da qual a pessoa (física ou jurídica) pretende participar e a necessidade de proteção. As principais definições são, como vimos, as contidas no *Securities Act* de 1933 e no *Investment Company Act* de 1940.⁹⁸

A regulamentação italiana apresenta uma lista de pessoas, físicas ou jurídicas, que são consideradas investidores qualificados. Na França são adotados critérios objetivos e subjetivos para definir se o investidor pode ser enquadrado como qualificado. Dentre tais critérios verifica-se o grau de sofisticação do investidor em seu relacionamento com intermediários em operações de mercado a termo. Verifica-se, também, a natureza e função exercida pela pessoa, bem como exige-se a declaração de investidor qualificado, entre outros.

⁹⁶ Ibid. p.. 28.

⁹⁷ WALD, Arnold. *Op. cit.* p. 19.

⁹⁸ Ibid. p. 28

Portanto, investidor qualificado é uma categoria cujo rol de componentes encontra-se previsto no ordenamento jurídico, tendo esses investidores, em suma, melhores condições de avaliar os riscos das operações de que participa ou pretenda participar, ao contrário do que ocorre com os investidores comuns.

4.2 CONSUMIDORES

A proteção aos direitos dos consumidores ganhou papel relevante nos últimos tempos, demonstrando, com isso, a importância de se proteger a parte considerada mais fraca numa relação tida como de consumo, visando o justo equilíbrio de forças. Para que possamos aferir a possibilidade de equiparação do investidor ao consumidor faremos, antes, uma análise das questões atinentes às relações de consumo. O ato de consumir, seja por questão de sobrevivência, seja por puro prazer, é indissociável do cotidiano do ser humano, sendo que todos nós somos consumidores de serviços, alimentos, roupas, móveis, equipamentos, livros, entre uma infinidade de produtos e serviços, colocados à nossa disposição, independentemente de classe social, faixa de renda, idade, sexo, etc.

A partir da Revolução Industrial o homem tornou mais ágil a produção, passou a elaborar em série seus produtos, elevando a oferta de bens no mercado, visando, com isso aumentar seus ganhos, sua lucratividade. A agricultura e os serviços também se expandiram. Surgiu então uma nova maneira de relação contratual entre a indústria, que fornecia o produto, e aqueles que o consumiriam. Não havia possibilidade de se interferir no modo de produção do bem, o consumidor adquiria o produto conforme fora fabricado.

No século XX, o consumo passa a sofrer influência de diversos fatores e, dentre eles, se destacava o *marketing*, que é a propaganda, a divulgação dos produtos e suas pretensas qualidades. As estratégias aplicadas para levar o indivíduo a adquirir determinado produto ou serviço, não tinham limites, sendo certo que na busca do lucro o fornecedor agia, por vezes, de má-fé, escondendo informações do consumidor, exagerando as qualidades do produto, fornecendo produtos em desacordo com o anunciado, entre outros. As normas, que antes regiam as relações entre fornecedores e consumidores, não

regulamentavam de maneira satisfatória tal relação, deixando desprotegida a parte considerada economicamente mais fraca: o consumidor.

As relações de consumo normalmente se estabelecem de forma bilateral, havendo de um lado o fornecedor, que é aquele que disponibiliza o bem ou serviço, e de outro, o consumidor, que é aquele que irá utilizar aquele bem ou serviço. De acordo com Newton de Lucca, há autores que identificam três fases ou ‘ondas’ com relação à evolução da proteção ao consumidor. Na primeira, que ocorreu após a Segunda Guerra Mundial, de caráter incipiente, havia apenas preocupação com o preço, a informação e a rotulação adequada de produtos, não havendo distinção entre os interesses de consumidores e fornecedores. Na segunda fase, já se questionava firmemente a atitude de ‘menoscabo’ que as grandes empresas tinham em relação aos consumidores. E, por fim, a terceira fase, que corresponde aos dias atuais, marcada por uma consciência Ética mais clara da ecologia e cidadania.⁹⁹

Não há como se negar a enorme evolução ocorrida no tocante à tutela dos interesses/direitos dos consumidores nos últimos tempos, provocado pelo grande impulso do consumo massificado e o dinamismo do mercado. O surgimento da produção em escala, as grandes corporações, os grandes *shoppings centers*, televisão, internet, tudo levando o indivíduo a consumir, por vezes, de maneira compulsiva, sem aferir a sua real necessidade e as qualidades do bem ou serviço oferecido.

Esse dinamismo todo acaba por provocar reflexos nas relações sociais, jurídicas e econômicas, chegando-se à conclusão de que o consumidor estava desprotegido, perante a voracidade do fornecedor, que muitas das vezes, eram grandes corporações, que visavam, cada vez mais, aumentar sua lucratividade, deixando de lado os interesses, a saúde e a segurança do consumidor, bem como e, principalmente, agindo de má-fé em relação a este.

Visando proteção aos direitos do consumidor, por ser um tema de abrangência internacional, atingindo os mais diversos países e seus cidadãos, a ONU-Organização das Nações Unidas, na condição de organismo internacional, aprovou em

1969 a Resolução n. 2.542 que proclamava a Declaração das Nações Unidas sobre o progresso e desenvolvimento social. Em 1973, a Comissão de Direitos Humanos da ONU, enunciou os direitos fundamentais e universais do consumidor. Em 1985, ocorre o avanço mais importante, onde a ONU aprovou normas detalhadas de proteção do consumidor, reconhecendo o desequilíbrio que possui o consumidor, dentro da relação de consumo, por meio da Resolução n. 39/248 de 16/04/1985.¹⁰⁰

A Resolução 39/248 da ONU estabeleceu objetivos e princípios para que os governos pudessem desenvolver políticas firmes de proteção ao consumidor, elencando diversos princípios gerais, tais como: incentivar altos níveis de conduta Ética: proteger o consumidor quanto a prejuízos à sua saúde e segurança; oferecer padrões de consumo que preencham as necessidades e desejos do consumidor; fomentar e proteger seus interesses; fornecer-lhes informações adequadas, para capacitá-los a fazer escolhas acertadas, de acordo com as necessidades e desejos individuais; educar o consumidor; criar possibilidades de real ressarcimento pelos prejuízos sofridos.

Na Resolução n. 39/248, aprovada pela Assembléia Geral da Organização das Nações Unidas-ONU (sessão plenária de 09-04-1985), foram apontadas as diretrizes de uma enérgica política de proteção aos consumidores, cujas necessidades, que se reputaram legítimas, são as seguintes: a) a proteção contra os riscos à sua saúde e à sua segurança; b) a promoção e a proteção dos seus interesses econômicos; c) o acesso a uma informação adequada, que lhes permita escolhas bem fundadas, conforme o desejo e as necessidades de cada um; d) sua educação; e) a possibilidade de efetiva indenização; f) a liberdade de constituir associações ou outras organizações pertinentes e a oportunidade para tais organizações de fazerem ouvir suas opiniões nos processos de adoção de decisões que aos consumidores interessem.¹⁰¹

A questão da proteção aos consumidores nos Estados Unidos da América, teve um grande impulso no ano de 1962, quando o então candidato à Presidência da República, John Kennedy, empunhou a bandeira da defesa dos direitos dos consumidores. Na Europa, o tema da proteção aos consumidores estava presente em vários países e, com o

⁹⁹ LUCCA, Newton de. *Direito do consumidor*. São Paulo: Quartier Latin, 2003. p. 46.

¹⁰⁰ ALMEIDA, João Batista. *A proteção jurídica do consumidor*. 2^a. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2000. p. 5.

surgimento da Comunidade Econômica Européia, foram editadas as diretrizes 84/450 e 85/374, que tratavam da publicidade e da responsabilidade civil por acidentes de consumo, respectivamente.

No Brasil, alguns autores entendem que o Decreto n. 22.626 de 1933, conhecido como Lei da Usura, seria o primeiro dispositivo a tratar da defesa do consumidor no Brasil, uma vez que cuidou de limitar a cobrança de juros. No estado de São Paulo foi criado, no ano de 1978, o primeiro PROCON, órgão de defesa do consumidor, por meio da Lei 1.903. A nossa Constituição Federal, datada de 05/10/1988, em seu art. 170, determina que a ordem econômica deve estar fundada na livre iniciativa e na valorização do trabalho humano observando, dentre outros, os princípios da livre concorrência e da defesa do consumidor.¹⁰²

Portanto, imperioso que o Estado, por meio de suas instituições, promova a defesa dos interesses do consumidor em todas as circunstâncias. Eros Roberto Grau¹⁰³ nos ensina que:

A par de consubstanciar, a *defesa do consumidor*, um modismo modernizante do capitalismo – a ideologia do consumo contemporizada (a regra ‘acumulai, acumulai’ impõe o ditame ‘consumi, consumi’, agora porém sob proteção jurídica de quem consome) – afeta todo o exercício de

¹⁰¹ MAZZILLI, Hugo Nigro. *op. cit.* p. 152.

¹⁰² Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada ao inciso pela Emenda Constitucional nº 06/95)

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

¹⁰³ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na constituição de 1988. 11ª. ed.* São Paulo: Malheiros, 2006. p. 248.

atividade econômica, inclusive tomada a expressão em sentido amplo, como se apura da leitura do parágrafo único, II do art. 175¹⁰⁴.

No Brasil, entrou em vigor no ano de 1990, a Lei 8.078 - Código de Defesa do Consumidor - considerado por muitos, uma das legislações mais avançadas no mundo acerca do tratamento do consumidor. O Direito Privado brasileiro ignorava, até a edição do Código de Defesa do Consumidor, a existência dos problemas peculiares em uma sociedade de consumo em massa. O consumidor, lesado em seus direitos, devia socorrer-se do Código Civil, que trata comumente de interesses individuais.

Código significa um conjunto sistemático e logicamente ordenado de normas jurídicas, guiadas por uma idéia básica; no caso do CDC, é a defesa de um grupo específico de pessoas, os consumidores. É esta a linha básica que une matérias tão diversas, cuja necessidade de regulamentação nasceu da prática da sociedade de massa, normas pensadas topicamente, mas legisladas sob a égide de uma finalidade comum, sob o manto de princípios comuns.¹⁰⁵

O Código de Defesa do Consumidor, representado pela Lei 8.078/90, cuidou de regulamentar as relações entre fornecedores de bens e serviços de um lado e consumidores de outro. O artigo 5º., inciso XXXII da Constituição Federal¹⁰⁶ afirma que dentre os deveres do Estado está o de promover a defesa do consumidor.

O artigo 2º. da Lei 8.078/90 define consumidor como “toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final.” O termo consumidor é associado a “sociedade de consumo”, indicando que os indivíduos vivem

¹⁰⁴Constituição Federal: **Art. 175** - Incumbe ao Poder Público, na forma da lei, diretamente ou sob regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação, a prestação de serviços públicos.

Parágrafo único - A lei disporá sobre:

I - o regime das empresas concessionárias e permissionárias de serviços públicos, o caráter especial de seu contrato e de sua prorrogação, bem como as condições de caducidade, fiscalização e rescisão da concessão ou permissão;

II - os direitos dos usuários;

III - política tarifária;

IV - a obrigação de manter serviço adequado.

¹⁰⁵ MARQUES, Cláudia Lima *et al.* *Comentários ao código de defesa do consumidor-arts. 1º. a 74 – aspectos materiais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004. p. 53.

¹⁰⁶ Art. 5º.

...

numa sociedade opressora, preocupada com a produção e distribuição de bens e serviços, sendo que, na maioria das vezes os indivíduos são sugestionados e levados a consumir indiscriminadamente.

Além do significado jurídico, que é o que mais interessa ao presente estudo, o termo ‘consumidor’ possui também um sentido etimológico, sociológico, econômico, entre outros¹⁰⁷. Quanto à etimologia, verificamos que ‘consumir’ deriva do latim *consumere*, no sentido de acabar. No sentido sociológico, consumidor pode ser visto, como aquele indivíduo pertencente a determinada classe social e que adquire e utiliza bens e serviços. A visão sociológica é importante porque situa o consumidor dentro do contexto social, escapando à frieza de uma análise puramente jurídica, onde certamente restariam iguados os desiguais, o que certamente, causa prejuízos a todos. No sentido econômico, consumidor é aquele que recorre ao fornecedor de bens ou serviços, desempenhando o papel de agente econômico, sendo responsável pelo consumo final destes bens ou serviços, ou seja, visando o atendimento de uma necessidade própria.

Além da definição contida no *caput*, do artigo 2º. do Código de Defesa do Consumidor, encontramos outras definições contidas na lei. Verificamos, por exemplo, que o parágrafo único, deste mesmo artigo, estipula que “equipara-se a consumidor a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo.” O artigo 17 do CDC, situado na Seção II que trata da “Responsabilidade pelo Fato do Produto e do Serviço” afirma que devem ser equiparados aos consumidores, todas as vítimas do evento danoso (previstos nos artigos 12, 13 e 14 do CDC). O artigo 29 equipara a consumidor todas as pessoas expostas às práticas previstas no Capítulo V, que trata da oferta, publicidade, práticas abusivas, cobrança de dívidas, entre outros, e no Capítulo VI, que trata da proteção contratual.

Muito se discute sobre a questão do ‘destinatário final’, conforme previsto no artigo 2º. do Código de Defesa do Consumidor. Entende-se que será aquele que adquire um bem ou utiliza um serviço para satisfação de suas necessidades ou de seus familiares, e

XXXII - o Estado promoverá, na forma da lei, a defesa do consumidor;

¹⁰⁷ LUCCA, Newton de. *Op. Cit.* p. 107/118.

sem intuito de lucro. Deve estar situado no final da cadeia produtiva, não havendo que se falar em utilizar o bem ou serviço para produzir outro bem ou serviço.

Questão que se mostra, também, polêmica diz respeito às Pessoas Jurídicas. Quando poderão ser estas consideradas consumidoras? A questão é controversa porque para ser considerada consumidora, a pessoa jurídica deverá estar adquirindo, determinado bem ou serviço, como destinatária final e não para utilização em sua atividade empresarial. Portanto, as pessoas jurídicas também podem ser consideradas consumidores, desde que sejam as destinatárias finais dos produtos, e não quando esses bens são adquiridos como insumos necessários ao desenvolvimento de sua atividade lucrativa.

O conceito legal de fornecedor está insculpido no art. 3º. do CDC: “Fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividades de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços.”

O fornecedor deve ser entendido como aquele que exerce atividade econômica organizada, de forma empresarial. Não é somente aquele que produz ou fabrica produtos ou presta serviços. É, também, aquele que comercializa os produtos e serviços.

Praticamente, a definição legal esgotou todas as formas de atuação no mercado de consumo. Fornecedor é não apenas quem produz ou fabrica, industrial ou artesanalmente, em estabelecimentos industriais centralizados ou não, como também quem vende, ou seja, comercializa produtos nos milhares e milhões de pontos-de-venda espalhados por todo o território. Nesse ponto, portanto, a definição de fornecedor se distancia da de consumidor, pois, enquanto este há de ser destinatário final, tal exigência já não se verifica quanto ao fornecedor, que pode ser o fabricante originário, o intermediário ou o comerciante, bastando que faça disso sua profissão ou atividade principal. Fornecedor é, pois, tanto aquele que fornece bens e serviços ao consumidor como aquele que o faz para o intermediário ou comerciante, porquanto o produtor originário também deve ser responsabilizado pelo produto que lança no mercado de consumo (CDC, art. 18).¹⁰⁸

¹⁰⁸ ALMEIDA, João Batista de. *A proteção jurídica do consumidor. 2ª. ed.* São Paulo: Editora Saraiva, 2000. p. 41.

A relação jurídica de consumo envolve de um lado o consumidor, que é o adquirente de produtos e serviços, e de outro lado o fornecedor destes produtos ou serviços. O consumidor é tido como a parte hipossuficiente desta relação. O Código de Defesa do Consumidor tem por objeto a regulamentação da relação jurídica de consumo, que é aquela existente entre o fornecedor e o consumidor, tendo como finalidade a venda/aquisição de bens ou produtos ou a prestação/utilização de serviços. O consumidor deve ser sempre o destinatário final do produto ou serviço. Portanto, somente haverá relação de consumo se estiverem presentes estes 3 elementos.

Importante promover a análise dos objetos da relação de consumo: produtos e serviços. De acordo com o parágrafo 1º. do artigo 3º. do Código de Defesa do Consumidor, produto “é qualquer bem, móvel ou imóvel, material ou imaterial.” Alguns autores entendem que melhor seria que o CDC fizesse referência a bens, por ser um termo mais abrangente e inequívoco, ao invés de utilizar o termo produto. É certo, também, que o termo ‘bens’ encontra raízes nos demais ramos do Direito, onde aparece por exemplo, no Código Civil Brasileiro, com suas características, classificações, etc.

Nos termos do artigo 3º., parágrafo 2º., do Código de Defesa do Consumidor, serviço é “qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista.” O conceito dado pela lei deixa claro que serviço é uma atividade, e não um simples ato, efetivada mediante remuneração, excluídas as relações atinentes ao mercado de trabalho.

Há duas teorias que buscam definir o conceito e a extensão da aplicabilidade das normas protetivas aos consumidores: a Teoria Finalista ou Subjetiva e a Teoria Maximalista ou Objetiva. Para os finalistas, consumidor é aquele que utiliza, o produto ou serviço adquirido, para uso próprio, sem utilizá-lo com fins econômicos. Segundo preconizam, a lei visa proteger especialmente aqueles que adquirem produtos ou serviços para consumo final, não se justificando enquadrar como consumidores aqueles que adquirem bens que farão parte da cadeia produtiva e serão objeto de transformação em outro produtos, por exemplo.

A Teoria Maximalista defende a ampliação do conceito de consumidor. Segundo esta corrente, o conceito de consumidor deve ser amplo, afirmando que o Código de Defesa do Consumidor tem a função de proteger todo o mercado de consumo, não fazendo distinção entre consumidores 'profissionais' e 'não-profissionais'. Concluem que o artigo 2º. do Código do Consumidor deve ser interpretado objetivamente.

Sempre houve grande embate entre tais teorias, ocasionando decisões divergentes em nossos tribunais. Os Tribunais Superiores, depois de intenso debate, inclinaram-se por adotar a Teoria Finalista, mesmo porque a própria lei usa a expressão "destinatário final".

No Brasil, por exemplo, desde a entrada em vigor do Código de Defesa do Consumidor (Lei 8.078/90) travam-se imensas batalhas judiciais com discussões acerca da aplicabilidade das normas contidas no CDC.

Sob certo ângulo de análise, o interesse dos consumidores, em geral, penetra em quase tudo: no direito à saúde; à previdência e à assistência sociais; à educação etc; são todos, de certa maneira, direitos de consumidores, tomada aqui essa expressão em sua acepção mais ampla; o direito de defender-se da publicidade considerada enganosa ou abusiva, por exemplo, é, também, um direito dos consumidores, considerado o termo 'consumidor' no sentido que lhe empresta o CDC, para os efeitos de gozar da proteção que esse diploma legal estabelece.¹⁰⁹

O artigo 4º. do Código do Consumidor, Lei 8.078/90, trata da Política Nacional das Relações de Consumo, dispondo acerca de objetivos e princípios norteadores do sistema protetivo do consumo.¹¹⁰ Importante destacar que o consumidor deve ser

¹⁰⁹ LUCCA, Newton de. Op.cit.. p. 75.

¹¹⁰ Art. 4º A Política Nacional das Relações de Consumo tem por objetivo o atendimento das necessidades dos consumidores, o respeito à sua dignidade, saúde e segurança, a proteção de seus interesses econômicos, a melhoria da sua qualidade de vida, bem como a transparência e harmonia das relações de consumo, atendidos os seguintes princípios: (Redação dada ao "Caput" pela Lei nº 9.008, de 21.03.1995)

I - reconhecimento da vulnerabilidade do consumidor no mercado de consumo;

II - ação governamental no sentido de proteger efetivamente o consumidor:

a) por iniciativa direta;

b) por incentivos à criação e desenvolvimento de associações representativas;

c) pela presença do Estado no mercado de consumo;

d) pela garantia dos produtos e serviços com padrões adequados de qualidade, segurança, durabilidade e desempenho.

respeitado quanto às suas necessidades, à sua dignidade, proteção à saúde e segurança, visando a melhoria de sua qualidade de vida.

Dentre os princípios descritos no artigo 4º. do Código de Defesa do Consumidor, destacamos os seguintes:

- I. **Vulnerabilidade do consumidor:** a questão da hipossuficiência do consumidor é o centro de toda a discussão que envolve a necessidade de proteção. O fato evidente de o consumidor ser a parte mais fraca da relação de consumo, não diz respeito somente à fragilidade econômica. Há que se destacar que o consumidor, perante o fornecedor, apresenta-se desguarnecido de uma série de informações importantes acerca do produto ou serviço de que está se apossando;
- II. **Ação governamental efetiva no sentido de proteger o consumidor:** o Estado deve garantir o respeito aos direitos de todos os indivíduos que se encontram sob sua jurisdição. O que faz o legislador aqui é apenas chamar a atenção dos governantes para a necessidade de proteção efetiva dos consumidores;
- III. **Interesses harmônicos:** deve haver equilíbrio dos interesses envolvidos na relação de consumo, os quais devem ser compatibilizados à necessidade de desenvolvimento econômico e tecnológico do país, ou seja, a defesa do consumidor não pode servir de motivos para entraves no desenvolvimento econômico da nação, no entanto, o progresso deverá estar sempre preocupado com as questões que envolvam a segurança e a saúde do consumidor e, ainda, o respeito ao meio-ambiente;

III - harmonização dos interesses dos participantes das relações de consumo e compatibilização da proteção do consumidor com a necessidade de desenvolvimento econômico e tecnológico, de modo a viabilizar os princípios nos quais se funda a ordem econômica (art. 170, da Constituição Federal), sempre com base na boa-fé e equilíbrio nas relações entre consumidores e fornecedores;

IV - educação e informação de fornecedores e consumidores, quanto aos seus direitos e deveres, com vistas à melhoria do mercado de consumo;

V - incentivo à criação pelos fornecedores de meios eficientes de controle de qualidade e segurança de produtos e serviços, assim como de mecanismos alternativos de solução de conflitos de consumo;

VI - coibição e repressão eficientes de todos os abusos praticados no mercado de consumo, inclusive a concorrência desleal e utilização indevida de inventos e criações industriais das marcas e nomes comerciais e signos distintivos, que possam causar prejuízos aos consumidores;

VII - racionalização e melhoria dos serviços públicos;

VIII - estudo constante das modificações do mercado de consumo.

- IV. **Educação e informação:** os consumidores e fornecedores devem estar plenamente conscientes de seus direitos e deveres, sendo certo que o fornecimento de informações corretas e transparentes é de fundamental importância para o equilíbrio das relações de consumo, demonstrando boa-fé por parte daquele que a presta corretamente;
- V. **Controle de qualidade e segurança e solução de conflitos:** as relações de consumo devem ser modernizadas, devendo os próprios fornecedores desenvolver sistemas de soluções de conflitos oriundos da relação de consumo. Em primeiro lugar, o conflito pode ser evitado através de um rigoroso controle de qualidade e segurança dos produtos e serviços oferecidos ao consumo. Por outro lado, o *recall*¹¹¹, por exemplo, é um meio eficaz de se prevenir conflitos e evitar problemas com produtos defeituosos;
- VI. **Coibição e repressão a abusos:** deve-se adotar medidas preventivas e repressivas tendentes a evitar a ocorrência de práticas abusivas, diminuindo os riscos de prejuízos aos consumidores;
- VII. **Melhoria dos serviços públicos:** o poder público, e não somente a iniciativa privada, deve obediência às normas protetivas do consumidor, oferecendo bons produtos e serviços eficientes;
- VIII. **Processo contínuo de estudos:** é de fundamental importância a busca incessante da melhoria das relações de consumo.

Não se deve perder de vista que a Constituição Federal do Brasil prevê, entre seus fundamentos, a dignidade da pessoa humana, artigo 1º, inc. III e, também afirma, no artigo 170, *caput*, que a ordem econômica tem por fim assegurar a todos uma existência digna. O poder econômico não pode ter, como fim precípua, tão-somente a obtenção

¹¹¹ Lei n. 8.078/90 - Art. 10. O fornecedor não poderá colocar no mercado de consumo produto ou serviço que sabe ou deveria saber apresentar alto grau de nocividade ou periculosidade à saúde ou segurança.

§ 1º O fornecedor de produtos e serviços que, posteriormente à sua introdução no mercado de consumo, tiver conhecimento da periculosidade que apresentem, deverá comunicar o fato imediatamente às autoridades competentes e aos consumidores, mediante anúncios publicitários.

§ 2º Os anúncios publicitários a que se refere o parágrafo anterior serão veiculados na imprensa, rádio e televisão, às expensas do fornecedor do produto ou serviço.

§ 3º Sempre que tiverem conhecimento de periculosidade de produtos ou serviços à saúde ou segurança dos consumidores, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios deverão informá-los a respeito.

desenfreada de lucro, deve sim buscar servir à coletividade, deve possuir, espontaneamente, uma importante função social, sob pena de ser-lhe imposta natural ou coercitivamente.

4.3 Equiparação de investidor a consumidor

Ao aplicar suas economias no Mercado de Capitais, os investidores podem estar expostos aos mesmos impasses com que se deparam os consumidores, perante os fornecedores de produtos e serviços porque, em geral, são estes a parte mais forte nessa relação contratual.

Como afirma José Marcelo Martins Proença “não se há de olvidar, portanto, que esclarecimentos completos e idôneos, acerca da negociação, levam o consumidor e o investidor a decisões racionais, impedindo ou, no mínimo, dificultando a sua sujeição a cláusulas abusivas.”¹¹² É importante verificar que categoria de investidor poderia ser considerada hipossuficiente e, por isso, merecedora de proteção pelas mesmas normas aplicáveis aos consumidores, equiparando-se, portanto, aos consumidores. Há que se ressaltar que existem aqueles consumidores tidos como institucionais e os demais são considerados investidores comuns, sendo que a estes deveriam ser, portanto, estendidas as normas de proteção ao consumidor.

A resposta à questão de saber se é possível qualificar o investidor em valores mobiliários como um consumidor de bens e serviços financeiros tem variado e divergido ao longo dos tempos e de país para país. Para uns, a noção de consumidor não se relaciona bem com a posição de adquirente de valores mobiliários porque os fenómenos que ocorrem neste mercado são economicamente qualificáveis como investimento sendo este e a sua precedente poupança termos antitéticos do consumo. Investidor e consumidor designariam duas categorias subjectivas diversas e, mais do que isso, opostas: uma, destinada a representar o acto de consumo, ou seja, a destruição do valor criado; a outra, orientada a traduzir a conservação desse valor, colocando-o a render porque não fora consumido. À primeira vista, pareceria, assim, contraditório equiparar dois conceitos que, em princípio se

¹¹² PROENÇA, José Marcelo Martins. *Op. cit.* p. 135.

excluem – investimento e consumo – porque só se poderia investir a parte do rendimento que não fosse consumida.¹¹³

A questão acima posta é de importância fundamental, uma vez que, conforme relatado, investimento e consumo são, em princípio, conceitos que se excluem. O consumidor, nos termos do artigo 2º. do Código do Consumidor, “é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”. Já o investidor é “o indivíduo ou instituição que aplica suas economias com o objetivo de obter ganho em médio e longo prazos.”¹¹⁴ Portanto, fica a impressão de que ou se é consumidor ou se é investidor, uma vez que somente haverá consumo, se não houver poupança, e vice-versa.

No entanto, o investidor quando direciona os valores por ele poupados, para aplicação no Mercado de Capitais, está adquirindo produtos nesse mercado: está adquirindo VALORES MOBILIÁRIOS. Logo, o investidor, que atue no mercado de maneira não profissional, que não seja investidor institucional, pode ser equiparado a consumidor, merecendo também a proteção, a estes conferida, pelo ordenamento jurídico. Já os investidores institucionais têm condições de conhecer e se proteger quanto às condições de mercado.

Há, portanto, que se estender a proteção conferida aos consumidores, também aos investidores, fundamentalmente, àqueles que não estão tecnicamente preparados para lidar com assuntos atinentes ao funcionamento e às características peculiares ao Mercado de Capitais. Não deve haver razão, de ordem lógica, a legitimar a não aplicação das normas protetivas dos consumidores, aos investidores.

Em Portugal, por exemplo, a lei considera consumidor todo aquele a quem sejam transmitidos direitos, prestados serviços e/ou fornecidos bens, destinados ao uso não-profissional, por pessoa que exerça com caráter profissional uma atividade econômica que vise a obtenção de benefícios, sem excluir, portanto, bens e serviços financeiros.¹¹⁵

¹¹³ RODRIGUES, Sofia Nascimento. *Op. cit.* p. 30.

¹¹⁴ CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *Op.cit.* p. 311.

¹¹⁵ RODRIGUES, Sofia Nascimento. *Op. cit.* p. 31

O que também precisa ou deve ser levado em consideração é a questão do serviço prestado pelo fornecedor, neste caso, os agentes do Mercado de Capitais que colocam à disposição do investidor as possibilidades de investimento nos mais diversos tipos de valores mobiliários. Faz-se necessário analisar quem é o fornecedor, quando se trata de investimento no Mercado de Capitais: são as Corretoras, os Bancos, a Bolsa de Valores, as Empresas? Entendemos que, do mesmo modo que ocorre no caso das relações de consumo, onde todos aqueles envolvidos na cadeia produtiva, na distribuição e venda dos bens ou serviços, respondem perante o consumidor por eventuais prejuízos causados. No caso dos investidores, deve ocorrer o mesmo, ou seja, todos os envolvidos no processo de investimento, devem responder, perante o investidor, por eventuais danos que este venha a sofrer.

A necessária proteção do investidor está na obrigação que tem, tanto o Estado, quanto os agentes do mercado, em tutelar quem adquire bens ou serviços, estando, portanto, o investidor, muitas das vezes, em posição análoga à do consumidor. A posição do investidor, enquanto visto como a parte mais fraca da relação contratual no Mercado de Capitais, pode ser equiparada à do consumidor e, com isso torna-se possível a aplicação das normas protetivas do consumidor também ao investidor. Porém, não a todo e qualquer investidor, como se demonstrado.

4.4 PROTEÇÃO AOS INVESTIDORES E CONSUMIDORES

O Mercado de Capitais, como já dito, tem se desenvolvido rapidamente no Brasil e o crescimento dos investimentos mostra que é necessário aparelhá-lo visando garantir a segurança aos investidores através da confiabilidade e eficiência deste mercado. Para consecução deste objetivo são fundamentais, dentre outros, a qualidade e a transparência das informações, para proporcionar ao investidor a possibilidade de escolha das oportunidades de investimento ou de resgate desses investimentos, sem perder de vista que o risco é inerente ao Mercado de Capitais.

..., tanto a proteção dos agentes não-financeiros individuais, geralmente hipossuficientes perante as instituições que lhes prestam serviços, quanto a tutela do sistema financeiro fogem à mera negociabilidade ou a soluções organizativas “privadas”- a natureza daqueles riscos dificulta a criação de mercados para a sua negociação ou a sua mera internalização. Impõe-se assim, para a proteção dos clientes e do sistema financeiro (do conjunto de relações e de instituições interligadas), a regulação externa, usualmente estatal, das atividades financeiras. Este tipo de justificativa, aliás, não vale exclusivamente para a regulação financeira. Cada vez mais a intervenção do Estado como regulamentador e fiscalizador de determinadas atividades se encontra relacionada àquele tipo de diagnóstico – as atividades e a forma de integração dos agentes privados geram riscos que a sociedade inteira, e não apenas aqueles agentes, precisa suportar.¹¹⁶

A preocupação com a regulamentação e proteção do Mercado de Capitais deve ser constante e estar embasada no fato de que há forte interesse público no desenvolvimento de um mercado eficiente. A economia e o desenvolvimento das empresas e, conseqüentemente do país, é dependente, também, da capacidade funcional do Mercado de Capitais. Conforme afirma Siegfried Kümpel “grandes empresas precisam buscar recursos financeiros no exterior para cobrir sua necessidade de financiamento. A experiência demonstra, porém, que especialmente o investidor estrangeiro investe somente em mercados com capacidade funcional.”¹¹⁷

Os diversos agentes, que atuam no mercado de valores mobiliários, estão em busca da satisfação de seus interesses que, podemos dizer, são conflitantes. As empresas conseguem, por meio do mercado, formas alternativas de financiamento para suas atividades e emitem seus títulos, na busca de obter o melhor preço por eles. Por outro lado, os investidores pretendem colocar suas economias nesse mercado buscando, com isso, uma melhor remuneração e aumento de seu capital investido. Há, ainda, os intermediários que atuam no Mercado de Capitais prestando serviços, mediante remuneração, às empresas e aos investidores. Portanto, todos agem em interesse próprio, sujeitos aos riscos desse mercado e às flutuações de preços, muitas vezes determinadas pela especulação dos agentes econômicos.

Por outro lado, entre os riscos próprios do sistema financeiro, de que comunga igualmente o mercado de capitais e o mercado de valores

¹¹⁶ YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.* p. 175/176.

¹¹⁷ Kümpel, Siegfried. *Op. cit.* p. 9.

mobiliários, pode ainda ser apontado o chamado ‘risco sistémico’ ligado à instabilidade do mercado em geral, à situação particular de certo agente, ou à (dês) confiança dos investidores face a certo agente mesmo no caso em que a sua situação não constitua motivo para quaisquer apreensões. Põe-se, assim, em relevo a importância dos aspectos psicológicos no mercado, os quais determinam *a posterior* situações antes inexistentes, numa verdadeira criação de conseqüências derivadas das expectativas formadas sobre as mesmas.¹¹⁸

Todos aqueles que participam do Mercado de Capitais devem ser, de alguma maneira, protegidos quando ali atuam das mais diversas maneiras. Há que se considerar que todo aquele que se sentir lesado pode individualmente tentar obter a reparação sofrida, seja judicial ou extrajudicialmente. A proteção dos agentes envolvidos no Mercado de Capitais é fundamental para promover a credibilidade e a lisura das operações realizadas nesse mercado, sob pena de deterioração e descrédito de suas operações. Deve ser desenvolvido e mantido um aparato legal e instituições sólidas voltadas ao patrulhamento do mercado e à imediata punição daqueles que desrespeitarem as regras impostas, inclusive as de caráter ético.

O sistema protetivo dos consumidores e investidores do Mercado de Capitais, além de estar embasado em normas jurídicas específicas, e editadas com a finalidade de regulamentar todo o mercado, conta também, com diversos princípios fundamentais para o seu equilíbrio e desenvolvimento. Dentre eles podemos encontrar o interesse público, a igualdade e a segurança.

O interesse público está presente pelo fato de que o bom funcionamento do Mercado de Capitais e a confiança em suas operações são fundamentais para o desenvolvimento econômico do país, bem como a necessidade de captação de recursos nesse mercado e a formação de poupança por parte dos investidores. Há que se ressaltar, entretanto, que o interesse público deve estar acima dos interesses individuais. Porém, se faz importante destacar que não há hierarquia entre o princípio da defesa do mercado e da proteção do investidor, há sim, uma relação de complementaridade entre eles, tendo em

¹¹⁸ PINA, Carlos Costa. *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, 1999. p. 19/20.

vista que as medidas de proteção ao mercado significam, conseqüentemente, proteção da coletividade de investidores.

O interesse público no funcionamento do mercado de valores mobiliários que, entre outras razões, justifica a proteção do investidor, permite melhor compreender uma idéia já enunciada: não se trata de defender apenas o interesse particular daqueles que canalizam as suas poupanças para os mercados de valores mobiliários mas a colectividade ou grupo de investidores, número indeterminado de pessoas que representa a procura e a oferta desses valores.¹¹⁹

A lei deve procurar equilibrar as forças entre os diversos entes que atuam no Mercado de Capitais. Deve buscar uma igualdade entre todos, visando que, tanto investidores qualificados, como os demais, tenham tratamento que busque uma maior proteção aos investidores comuns com o fim de colocá-los em paridade. Os investidores não-institucionais, por suas próprias características, situam-se em situação de inferioridade no tocante, por exemplo, ao preparo para lidar com o Mercado de Capitais, às informações obtidas e ao conhecimento do funcionamento do mercado.

A confiança no mercado e a segurança são essenciais, pois delas depende a decisão do investidor em aplicar suas economias em determinado investimento. O nível de segurança jurídica e econômica condiciona a decisão do investidor. A estabilidade das instituições, também é fator fundamental que contribui para a segurança do investidor.

Os bancos e as corretoras têm o dever de proteger, de maneira apropriada, os interesses de seus clientes, também quanto aos serviços relativos a valores mobiliários. O cliente ao consentir que o banco ou corretora cuide de seus interesses, o faz por razões de ordem técnica, uma vez que não tem acesso direto aos diversos segmentos do mercado. As regras de conduta devem servir para garantir uma proteção adequada dos interesses dos investidores, gerando, com isso, confiança destes quanto ao regular funcionamento do Mercado de Capitais.

...a confiança dos investidores na capacidade funcional dos mercados de capitais também é fortalecida pela fiscalização estatal. Isso se aplica especialmente à supervisão estatal da negociação bursátil. Assim, uma

¹¹⁹ RODRIGUES, Sofia Nascimento. *op. cit.* p. 24.

obrigação central da fiscalização das Bolsas consiste em assegurar que as cotações correspondam às condições reais de mercado e sejam livres de manipulações. O investidor deve poder confiar nisso.¹²⁰

A proteção dos direitos dos investidores significa não somente a proteção dos direitos individuais de investidores é, também, a proteção do próprio Mercado de Capitais e sua capacidade funcional. Outra questão essencial, no tocante à proteção dos interesses dos investidores, está na sua formação, no seu conhecimento, ou seja, na sua capacidade de tomar decisões quanto aos seus investimentos, diante do grau de entendimento que possui acerca do funcionamento do Mercado de Capitais.

Os investidores do Mercado de Capitais merecem proteção tanto quanto os consumidores, pois têm necessidade de tutela tanto quanto estes. O tratamento que se deve dar aos investidores, também, encontra abrigo junto aos direitos difusos, coletivos e individuais homogêneos, como se verá adiante.

Em se tratando de Fundos de Investimentos, verificamos que os administradores de Fundos de Investimento, também, deverão responder por danos causados aos quotistas em razão de atuação irregular na gestão do fundo, por exemplo, não tomando cuidados básicos e não sendo diligente na atuação perante o Mercado de Capitais. A relação jurídica existente entre os quotistas e o administrador do Fundo de Investimento tem a natureza de prestação de serviços, ou seja, o administrador é contratado para cuidar dos interesses e zelar pelo fundo de investimento, sendo remunerado para tanto.

O administrador é responsável pela correta diversificação dos ativos das carteiras dos fundos que administra. Esta diversificação é imposta como forma de impedir a concentração dos riscos, minimizando, assim, a possibilidade de perdas significativas para o investidor. O administrador somente não estará sujeito às penalidades cabíveis quando (*sic*) o eventual desenquadramento da carteira, quando a concentração decorrer de fatos comprovadamente inesperados e alheios à sua vontade.¹²¹

¹²⁰ KUMPEL, Siegfried. *op. cit.* p. 32.

¹²¹ MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do administrador de fundos de investimento. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Ano 8, n. 30, outubro-dezembro de 2005. Arnold Wald (coord.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 287.

4.4.1 DEVER DE INFORMAÇÃO E O DIREITO À INFORMAÇÃO

Nos dias atuais, em virtude da grande evolução dos meios de comunicação, o desenvolvimento tecnológico e científico, as operações em Bolsa de Valores se tornaram muito ágeis e as informações se propagam com muita rapidez. As decisões e mudanças nas empresas ocorrem de forma rápida e as informações cruzam os oceanos e atingem os mercados muito rapidamente. A prestação de informação ao mercado e aos investidores, por parte das empresas que negociam seus ativos no Mercado de Capitais, é de fundamental importância para se conceder segurança e transparência aos negócios concretizados. Uma proteção eficiente do investidor decorre da pronta divulgação de informações fidedignas, as quais poderão influenciar na decisão dos investidores de comprar e/ou vender seus títulos.

Aqueles que emitem títulos para serem negociados no Mercado de Capitais têm o dever de informar, imediatamente, sobre o conjunto de fatos relacionados com sua atividade e que tenham influência relevante sobre o preço das ações ou sobre a sua capacidade de cumprir os compromissos resultantes da emissão dos títulos.

A informação, enquanto *exposição de uma dada situação de facto*, é habitualmente assumida no cerne da formação dos preços no mercado de valores mobiliários e, dessa forma, reconduzida à prossecução da eficiência desse mesmo mercado enquanto factor de credibilidade e, por isso, de regularidade da negociação dos valores mobiliários. Assim, a informação disponível, que se espera esteja incorporada no preço segundo o qual o valor mobiliário é negociado, desempenha um papel crucial no processo de incremento da circulação da riqueza por via da canalização da poupança para o investimento e deste para os factores de produção propriamente ditos.¹²²

O dever de informação constitui-se em um instrumento de defesa do investidor, uma vez que por meio dela é possível se avaliar melhor o risco associado a determinado investimento, bem como, poder agir com mais segurança e eficiência na defesa dos seus interesses. A informação, que se tenha como relevante, deve ser acessível a

todos a fim de que todos possam ter igualdade de condições na avaliação dos riscos de seus investimentos e torna o mercado seguro, confiável e imune a fraudes que poderiam advir do abuso no uso de informação privilegiada. O dever de informar, por parte das sociedades, ocorre se o fato for idôneo a afetar o preço das ações e/ou a capacidade da empresa em cumprir compromissos assumidos.

O Código do Consumidor, lei 8.078/90, garante em seu artigo 6º., inciso III o direito à informação adequada e clara.¹²³ Devendo tal preceito ser estendido e aplicado ao Mercado de Capitais. De acordo com o entendimento de Sofia Nascimento Rodrigues, em matéria de fornecimento de informação aos investidores, há o princípio da *proporcionalidade inversa*:

O princípio da *proporcionalidade inversa* está vertido na regra segundo a qual a extensão e a profundidade da informação a prestar pelo intermediário financeiro ao cliente devem ser tanto maiores quanto menor for o seu grau de conhecimento e experiência. A inversão da proporcionalidade entre a informação a prestar e o grau de conhecimento do investidor cria, na esfera do intermediário financeiro, um dever de conhecimento do cliente (*Know your cliente rule*) e traduz, uma vez mais, a necessidade de tratamento diferenciado entre investidores, com vista à superação de inevitáveis desigualdades informativas e à possível reposição de uma tendencial igualdade.¹²⁴

A necessidade de prestar informação ao investidor não visa evitar que este não incorra em riscos, pois este é inerente ao Mercado de Capitais. O direito à informação possibilita que o investidor evite assumir determinados riscos em razão da falta ou inexatidão de informação necessária. Há uma assimetria de informação entre aqueles que

¹²² SANTOS, Gonçalo Castilho dos. O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes. *Direito dos Valores Mobiliários vol. V*. Coimbra: Coimbra Editora, 1999. p.277.

¹²³ Art. 6º. São direitos básicos do consumidor:

I - a proteção da vida, saúde e segurança contra os riscos provocados por práticas no fornecimento de produtos e serviços considerados perigosos ou nocivos;

II - a educação e divulgação sobre o consumo adequado dos produtos e serviços, asseguradas a liberdade de escolha e a igualdade nas contratações;

Doutrina Vinculada

III - a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade e preço, bem como sobre os riscos que apresentem;

¹²⁴ RODRIGUES, Sofia Nascimento. *op. cit.* p. 46.

diretamente lidam com os negócios da empresa, ou aqueles que têm, por diversos motivos, acesso às informações privilegiadas e, de outro lado, os investidores, desprovidos de informações detalhadas sobre as condições de negociação de seus valores mobiliários.

A necessidade de informação, como forma de compensar a aludida ‘assimetria’ apresenta, assim, uma dupla relevância. Por um lado, a um nível geral, enquanto elemento condicionante da estabilidade do mercado, e, por outro, ao nível do investidor, enquanto elemento atenuante dos riscos a que se encontra sujeito e que derivam directamente da própria situação de desequilíbrio informativo, dando origem ao que num sentido amplo pode designar-se de ‘risco de informação’. Esta situação de desequilíbrio, pode assim traduzir-se na ausência ou défice de informação que coloca os investidores na situação de não poderem avaliar devidamente a operação em causa e as suas possíveis conseqüências.¹²⁵

Devemos destacar, também, que há limites a esse dever de informar. A obrigação de transparência por parte da empresa fica limitada, e deve cessar, no momento em que a divulgação de determinada informação possa prejudicar o andamento de seus negócios, inclusive gerando prejuízos ao próprio mercado.

Os administradores podem recusar-se a prestar informação ou deixar de divulgá-la, se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.¹²⁶

Portanto, o dever de informar deve se transformar concretamente em instrumento destinado a levar ao conhecimento de todos os participantes do mercado acerca dos elementos necessários à concretização, ou não, do negócio pretendido. As empresas devem estar comprometidas a fornecer ao mercado todas as informações necessárias e que possam influir na sua decisão ao promover o investimento em determinado título.

Qualquer empresa ao abrir seu capital e fazer o lançamento de suas ações no mercado primário, tem o dever de prestar todas as informações acerca de sua situação

¹²⁵ PINA, Carlos Costa. *op. cit.* p. 22/23.

¹²⁶ CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *op. cit.* p. 56.

econômica e financeira, sua organização societária, seu estatuto social, suas operações, sua produção, sua situação operacional, entre outros, o que poderá proporcionar uma correta avaliação de sua situação, podendo aferir daí o valor de suas ações e a capacidade de valorização destas.

Uma vez tendo negociado suas ações no mercado primário, a empresa deve, agora no mercado secundário, periodicamente divulgar informações acerca da sociedade, dando ampla publicidade às informações acerca de seus balanços, o desempenho de seus produtos junto ao mercado, alterações contratuais, atas de assembléias, dentre outras.

Os fatos relevantes são aqueles que podem alterar a situação da empresa para melhor ou para pior, e que irão impactar a percepção e o julgamento dos investidores em relação aos ativos da empresa em questão. O artigo 157, parágrafo 4º. da Lei das Sociedades Anônimas regulamenta a obrigação dos administradores das companhias abertas de prestarem as informações relevantes.¹²⁷

¹²⁷ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º. O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º. Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º. A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º. Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia 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.

§ 5º. Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

São exemplos de informações relevantes a descoberta de novas jazidas petrolíferas, como aconteceu recentemente com a Petrobrás, que provocou a elevação do valor de suas ações.¹²⁸ Verificamos, também, o caso de lançamento de novos produtos, fusões de empresas, entre outros. José Marcelo Martins Proença afirma, em sua obra sobre *insider trading*, que:

...Urge implantar um sistema de normas duramente impositivas da prestação constante de informações no mercado de sorte que:

- O dever de informar se concretize em instrumento capaz de socorrer a todos os participantes do mercado, no cumprimento do seu dever de diligência, aclarando-lhes todos os elementos dos negócios aos quais pretendem aderir;
- A publicidade da informação garanta, a qualquer pessoa envolvida no mercado, o acesso a todas as informações disponibilizadas por determinada empresa, assegurando, além disso, que as empresas, ao abrirem seu capital, fiquem obrigadas a fornecer, ao público em geral, um conjunto de informações básicas;
- A universalidade e simultaneidade da informação sirvam a todos os participantes do mercado ao mesmo tempo, evitando-se o favorecimento de determinados grupos, e que a publicidade das informações seja feita de maneira sistemática e organizada, levando-se em conta o horário de sua divulgação, o horário de funcionamento das bolsas nas quais os títulos afetados pela informação a ser prestada sejam negociados;
- Seja reduzida a periodicidade da divulgação de determinadas informações recorrentes, como a dos resultados contábeis, exigida a cada três meses, na maioria dos mercados;
- Seja dada publicidade imediata dos fatos relevantes isolados, de forma a torná-los rapidamente conhecidos de todos os investidores.¹²⁹

O modo de divulgação das informações é regulado pela CVM, sendo certo que toda informação importante, e que possa impactar positiva ou negativamente nos negócios da empresa, deve ser levada imediatamente ao conhecimento do mercado, por

¹²⁸ Nota do autor: A descoberta do campo de Tupi, na bacia de Santos com reservas de 5 a 8 bilhões de barris de petróleo e gás natural, foi anunciada em 08/11/2007 pela Petrobrás, é o maior campo descoberto no Brasil e pode aumentar as reservas de petróleo e gás da companhia de 40% a 60%. Com a notícia, as ações da Petrobrás subiram mais de 10% na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

¹²⁹ PROENÇA, Jose Marcelo Martins. *op .cit.* p. 141/142.

intermédio das Bolsas, da Comissão de Valores Mobiliários, pelos jornais e outros meios de divulgação.

4.4.2 DEVERES DE CONDUTA E FISCALIZAÇÃO DESSES DEVERES

Os deveres de conduta são o modo de agir dos entes que atuam no Mercado de Capitais. Tais entes são aqueles que têm relação com o Mercado de Capitais, tais como bancos, sociedades corretoras, corretores, empresas, seus dirigentes, entre outros. Tais deveres dizem respeito tanto ao mercado primário, quanto ao secundário.

Os bancos e as corretoras, por meio de seus agentes, devem disponibilizar seus serviços de investimento zelando pelos interesses de seus clientes, com responsabilidade e conhecimento técnico, evitando conflitos de interesses. Não podem, por exemplo, recomendar negócios a seus clientes, quando passíveis de causar-lhes prejuízos.

O interesse público no bom funcionamento do Mercado de Capitais faz com que haja necessidade de uma eficaz fiscalização da atuação de todos os entes que o compõe, para que tal mercado seja sólido, confiável e transparente, punindo-se aqueles que atuarem em desacordo com as regras de conduta, garantindo-se proteção ao investidor.

O controle está a cargo, principalmente, do Estado, cujo órgão fiscalizador é a Comissão de Valores Mobiliários, tendo as Bolsas de Valores, como auxiliares, encarregadas de fiscalizar as corretoras, que são seus membros. A fiscalização e disciplina do Mercado de Capitais eram atribuições do Banco Central do Brasil. A lei 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários-CVM-, definiu suas competências e atribuições, bem como dispôs sobre o mercado de valores mobiliários. Estão sujeitas à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado, a negociação e intermediação nesse mercado, a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros, entre outros.

Suas atividades abrangem a fiscalização de pessoas e entidades que operem irregularmente no mercado, responsabilizando os infratores.

A CVM, além de supervisionar permanentemente o mercado, veicula as informações sobre as ocorrências atinentes ao mercado. Possui competência para examinar livros e documentos, exigir informações, promover inquérito administrativo, suspender a negociação de valores mobiliários, aplicar penalidades aos infratores, tais como advertências, multas, suspensão do exercício de cargo de administrador, suspensão ou cassação de registro para atuar no Mercado de Capitais, entre outros.

4.4.3 REPRESSÃO AO *INSIDER TRADING*

A expressão *insider trading* teve origem nos Estados Unidos e consagrou-se no direito internacional como referência às transações desleais realizadas no âmbito do Mercado de Capitais por aqueles que têm acesso a informações privilegiadas e relevantes, ainda não divulgadas ao mercado. Tais informações, quando divulgadas, são capazes de influenciar nas decisões, daqueles que atuam no mercado, acerca da compra ou venda de suas ações, bem como têm influência direta sobre o preço dessas ações.

O primeiro país a se preocupar eficazmente com o problema foram os Estados Unidos, editando desde o *New Deal* do Presidente Roosevelt uma legislação repressora do que lá se convencionou chamar de *insider trading*. O objetivo dessa legislação como se declarou nos debates parlamentares que precederam o *Securities Act* de 1933, foi pôr os proprietários de títulos em posição de igualdade, tanto quanto possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor, ou então como afirmou um acórdão, proteger os que ignoram as condições do mercado contra os abusos dos que as conhecem.¹³⁰

¹³⁰ COMPARATO, Fábio Konder. *Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n.2. 1971. in PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.* p. 213.

Os principais agentes são aqueles que têm acesso a essas informações privilegiadas, tais como os administradores, os principais acionistas e todos os demais que, de alguma forma, tiveram acesso às informações relevantes e ainda não divulgadas ao mercado. Em razão da posição que ocupam dentro da estrutura organizacional da empresa ou por deterem o controle acionário, os administradores e os acionistas majoritários, principalmente, são pessoas que detêm o acesso a todas as informações sobre a situação financeira da empresa, suas negociações, suas fusões e aquisições, entre outras.

El ámbito en el que se presenta el *insider trading* es el mercado de capitales, marco adecuado para que la sociedad obtenga los recursos financieros necesarios para llevar adelante los proyectos de inversión de mediano y largo plazo. El mercado de capitales, como es sabido, permite que las emisoras se financien colocando sus títulos-valores en el segmento primario y con su posterior negociación en el secundario. Estas etapas se cumplen con la participación necesaria de las entidades financieras, agentes de bolsa y extrabursátiles.

Nos encontramos así con una primera referencia – indirecta – a lo que se ha dado en llamar *insider trading* en el contexto de las obligaciones de los directores. En esta hipótesis, este sujeto realiza una actividad a través de la cual negocia títulos-valores con un desequilibrio evidente e ilegítimo de información y en beneficio propio.¹³¹

Não somente os administradores e acionistas majoritários têm acesso a informações tidas como privilegiadas. Verificamos que aqueles que ocupam funções técnicas, tais como advogados, engenheiros, contadores, auditores, entre outros, também poderão ser considerados *insiders*, porque assessoram as companhias em suas transações, quer seja elaborando laudos técnicos, contratos, fazendo auditoria e avaliação do patrimônio da empresa, para efeito de venda, aquisição ou fusão, por exemplo.

¹³¹GAGLIARDO, Mariano. *Responsabilidad de los directores de sociedades anónimas*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1994. p.277.

Tradução livre: O campo de ação em que se apresenta o *insider trading* é no mercado de capitais, quadro adequado para que a sociedade obtenha recursos financeiros necessários para levar adiante os projetos de investimento de médio e longo prazos. O mercado de capitais, como é sabido, permite que as emittentes se financiem colocando seus títulos-valores no seguimento primário e com sua posterior negociação no secundário. Estas etapas se completam com a participação necessária das instituições financeiras, agentes da Bolsa e extra-bursáteis.

Encontramo-nos assim com uma primeira referência – indireta – ao que se é dado chamar *insider trading*, no contexto das obrigações dos diretores. Nestas hipóteses, este sujeito realiza uma atividade através da qual negocia títulos-valores, com um desequilíbrio evidente e ilegítimo de informação e em benefício próprio

“Quanto à motivação de natureza Ética, salta aos olhos menos desavisados, surgindo do total desequilíbrio entre a posição do *insider* e aquela ocupada pelos demais participantes do mercado acionário, o que torna reprováveis os lucros obtidos pelo primeiro, valendo-se de informações relevantes às quais teve acesso e cuja revelação absteve-se de fazer a esses últimos.”¹³²

As informações privilegiadas têm influência direta no preço dos papéis negociados pelas empresas no Mercado de Capitais. O *insider* de posse dessas informações pode usá-las, abusivamente, em proveito próprio. As práticas desleais dos *insiders* geram lesão e prejuízos aos investidores. O combate ao *insider trading* deve ser feito de maneira preventiva e repressiva.

A repressão ao *insider trading*, portanto, enquanto garante um mínimo de confiabilidade ao mercado acionário, possibilita o seu desenvolvimento, atraindo investidores que dele se afastariam, caso soubessem dos riscos de serem prejudicados pelas práticas, se deixadas impunes, dos poucos privilegiados detentores de informações confidenciais de empresas.¹³³

A ampla divulgação de informações, o princípio da transparência (*disclosure*) é um dos principais modos de se procurar dar segurança às operações realizadas no Mercado de Capitais. É fundamental para um Mercado de Capitais eficiente, equilibrado e ético que haja visibilidade das operações realizadas nesse mercado por parte de todos que nele atuam. A ação do *insider trading* faz com que a rentabilidade do negócio esteja ligada ao aproveitamento ilegal de informação confidencial ou privilegiada em benefício próprio e em detrimento do mercado.

A norma do *disclosure*, que nada mais é do que o princípio da transparência, encontra-se expressa no artigo 157, parágrafo 4º. da Lei 6404/76.¹³⁴

¹³² PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.* p. 45

¹³³ PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.* p. 45.

¹³⁴ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

...

§ 4º. Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia 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.

...

O princípio da *disclosure* não se esgota apenas com a prestação de informações: é preciso que paralelamente medidas sejam tomadas para que todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso às novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam. A repressão ao *insider trading* é, destarte corolário natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores. Ora, adotado o princípio em tela pela legislação de mercado brasileiro, natural que se excogitasse da proibição do *insider trading*, o que foi feito inicialmente de maneira meramente programática¹³⁵

Não há que se confundir o especulador com o *insider*. O especulador é a pessoa que assume os riscos inerentes ao mercado de capital porém, de posse das informações disponíveis a todos, ao contrário do *insider* que se beneficia de informações não divulgadas para obter lucros ilícitos. O especulador não manipula os preços e nem o mercado, utiliza apenas a sua capacidade técnica e as informações obtidas no mercado.

Por fim, destacamos que a atuação dos *insiders* pode ser punida com sanções de caráter administrativo, civil e penal, buscando prevenir que seus atos sejam prejudiciais ao mercado, bem como reprimir eventuais ocorrências da espécie, correspondentes ao aproveitamento de informações privilegiadas.

Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamento do chamado *insider trading* (negociação por aquele que está 'por dentro') consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais, ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a ela têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações.¹³⁶

4.4.4 OMBUDSMAN

¹³⁵ LEAES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 172/173.

¹³⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.* p. 41/42.

A Bolsa de Valores de São Paulo tem procurado ainda, instituir outros mecanismos visando a melhoria no atendimento aos investidores, buscando a transparência nas relações. A figura do *ombudsman* foi criada com a função de atender queixas, consultas e reclamações dos investidores em relação aos processos de negociação, custódia e liquidação de valores realizados através da Bovespa. O crescimento do mercado de ações provoca, também, o aumento dos conflitos, surgimento de dúvidas e questionamentos que precisam ser devidamente esclarecidos, visando manter a transparência do mercado.

O atendimento ao investidor reclamante, efetuado pelo *ombudsman*, é sempre confidencial e gratuito. A atuação do *ombudsman* envolve sempre o investidor e os intermediários que atuam no mercado, dentre eles as corretoras e distribuidoras de valores, agentes credenciados, a Bovespa e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia. Uma vez recebida uma reclamação ela deverá sempre obter uma resposta final. Importante destacar que ele não atua na solução de conflitos entre os investidores e as empresas emittentes de valores mobiliários.

4.4.5 PROTEÇÃO COLETIVA - Especificidades

A complexidade da sociedade moderna e os problemas sociais daí advindos provocam a necessidade de uma tutela coletiva dos seus interesses. A massificação das relações, diante das novas necessidades sociais, pode acarretar, e acarreta, prejuízo que atinge determinadas categorias de pessoas, fazendo-se premente a proteção coletiva de seus direitos.

As atividades desenvolvidas no Mercado de Capitais, e por seu intermédio, estão baseadas, fundamentalmente, em contratos, sejam eles de que espécie forem, solene ou não-solenes, verbais ou escritos. O contrato integra a realidade social, dando efetividade e segurança às relações econômicas.

As relações contratuais têm sido moldadas e aperfeiçoadas desde os tempos dos romanos e, hodiernamente, sofreram sensíveis e importantes mudanças em razão do surgimento da sociedade industrializada, sociedade consumista, sociedade massificada. No entanto, essas relações devem estar sempre sendo revistas e aperfeiçoadas, ante o constante progresso e desenvolvimento da humanidade, o aparecimento de novos produtos e serviços e a necessidade de regulação dessas relações, inclusive com intervenção estatal, visando dar equilíbrio a essas relações.

A palavra *contractus* significa unir, contrair. Não era o único termo utilizado em Direito Romano para finalidades semelhantes. Convenção, de *conventio*, provém de *cum venire*, vir junto. E *pacto* provém de *pacis si*, estar de acordo.

O contrato, a convenção e o pacto foram conhecidos no Direito Romano. Como linguagem figurativa, modernamente podemos usar as expressões como sinônimos, embora só contrato tenha sentido técnico. *Convenção* é termo mais genérico, aplicável a toda espécie de ato ou negócio bilateral. O termo *pacto* fica reservado para cláusulas acessórias que aderem a uma convenção ou contrato, modificando seus efeitos naturais, como o pacto de melhor comprador na compra e venda e o pacto antenupcial no casamento. *Pacto*, usado singelamente, não tem a mesma noção de contrato. Utiliza-se para denominar um acordo de vontades sem força cogente.¹³⁷

A sociedade atual se caracteriza pela produção e pelo consumo de produtos e serviços em massa, tornando as relações despersonalizadas. A concepção tradicional de contrato, que é aquela em que o contrato seria resultado do acordo de vontade das partes, ficou restrita. O que se vê quase sempre são contratos de adesão, onde ocorre contratação de maneira padronizada, cabendo ao interessado aderir, ou não, ao que foi previamente estabelecido. Caso não aceite o que está previamente estabelecido, o negócio não se concretiza.

Por fim cabe lembrar que nas relações de massa nem sempre os contratos serão feitos por escrito, pois ao lado dos contratos de adesão, expressos em formulários, existem os contratos orais, a aceitação através das chamadas *condutas sociais típicas*, os simples recibos, os *tickets* de caixas automáticas. A doutrina européia atual, analisando o uso de máquinas, da televisão e dos meios telemáticos, denuncia que muitos contratos de massa são feitos ‘em silêncio’ ou ‘sem diálogo’, por coisas,

¹³⁷ VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito civil-teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. Quinta edição. São Paulo: Editora Atlas, 2005. p.394.

imagens de coisas, palavras ditadas, pré-escritas e outros símbolos visualizados em meios não-perenes e virtuais; atos existenciais, sem real dialética, pela não presença do outro, pela representação do outro através de máquinas e prepostos sem poder, por atos, imagens, números, cartões, senhas, visões, toques e *clicks* deste homem atual, que denominam, ironicamente, não mais *homo loquens*, dada a perda da importância das sensações e sentidos, do toque à visão para a realização de um contrato...Um contrato ‘desumanizado’, que beira a auto-suficiência do declarado e ‘construído’ de forma unilateral e prévia no *site* eletrônico ou na máquina colocada em um corredor de escola, auto-suficiência da predisposição declarativa ou material formulada por um fornecedor que não mais se conhece, também despersonalizado e reconhecido talvez apenas pela marca, também um símbolo.¹³⁸

O Código Civil em vigor trouxe importantes mecanismos de proteção das relações contratuais. Ao expressar que a liberdade de contratar deve ser exercida nos limites e em razão da função social do contrato, conforme previsto no art. 421 e, ao determinar que os contratantes observem os princípios da probidade e boa-fé, conforme estipula o art. 422, aponta importantes pilares a dar sustentação às relações contratuais justas.¹³⁹

A proteção que se visa dar aos contratos e aos contratantes faz parte de uma concepção social do contrato, preocupada tanto com a manifestação de vontade dos contratantes, sob que condições tal é feita, bem como com relação aos efeitos e reflexos desses contratos na sociedade. A lei deve ser menos conceitual e ter aplicabilidade mais concreta.

A lei procura dar equilíbrio às relações contratuais, principalmente quando envolve a relação entre fornecedor e consumidor. Há que se destacar, ainda, o intervencionismo do Estado, também na busca de dar equilíbrio às relações. Conforme afirma Pedro Lenza, “o Estado, deixando de lado a passividade demonstrada durante o liberalismo, apresenta-se como o grande responsável pela harmonização social e

¹³⁸ MARQUES, Cláudia Lima, *Contratos no Código de Defesa do Consumidor 4^a. ed.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p.54/55.

¹³⁹ Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

assegurador de alguns direitos que vinham sendo mutilados pela fúria capitalista da Revolução Industrial.”¹⁴⁰

Há tempos o Direito vem se preocupando com a solução de conflitos que envolvam grupos, categoria ou classes de pessoas. Desde a Revolução Industrial o individualismo vem perdendo força e as relações jurídicas passaram a receber impacto da massificação, adaptando-se a essa nova realidade social. Os preceitos legais vigentes até então, e que cuidavam das relações jurídicas individuais, passou a ter que tratar dos direitos da coletividade, pois estes necessitavam de previsão legal e proteção efetiva.

As ações coletivas brasileiras têm origem no direito norte-americano. As *class action* do direito dos Estados Unidos, por sua vez, têm origem nas cortes inglesas medievais do século XII, onde o autor de uma ação individual, pelo *bill of peace* requeria que o provimento atingisse o direito de todos os envolvidos no litígio. Assim, a questão seria tratada de maneira uniforme.¹⁴¹

Os Estados Unidos, na condição de colônia inglesa, trouxeram os institutos de direito processual da metrópole, dentre eles a ação coletiva. A primeira codificação ocorreu no ano de 1842 com a regra conhecida como *Equity Rule 48*, que era aplicável apenas a procedimentos de equidade e permitia que um caso envolvendo partes numerosas pudesse desenvolver-se através de uma base representativa, sem a necessidade de comparecimento pessoal de todos os envolvidos. Era certo, também, que a decisão proferida não poderia prejudicar eventuais direitos dos ausentes, não os vinculando, portanto.¹⁴²

No ano de 1912 a *Equity Rule 38* substituiu a *Equity Rule 48*, tendo vigorado até o ano de 1938. Diferiu-se da anterior por não fazer menção à ineficácia da decisão com

¹⁴⁰ LENZA, Pedro. *Teoria geral da ação civil pública. 2ª. ed.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 27.

¹⁴¹ MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo-meio ambiente, consumidor, patrimônio cultural, patrimônio público e outros interesses. 19ª. ed.* São Paulo: Saraiva, 2006. p. 46.

¹⁴² ZACLIS, Lionel. *Op. cit.* p. 33.

relação aos ausentes, havendo entendimentos variados das cortes acerca da eficácia em relação aos ausentes. Em 1938 foi adotada a *Rule 23*.¹⁴³

Em 1966 houve alterações na *Rule 23*, com mudanças significativas em relação à do ano de 1938, abolindo a classificação da *class action* em *true*, *hybrid* e *spurious*, que se demonstraram ineficientes. Esta regra, vigente até o momento, com alterações promovidas em 1998 e 2003, expressa diversas condições para o exercício da *class action*. Entre elas podemos citar: os integrantes da classe, um ou mais, podem demandar ou serem demandados como representantes da categoria se esta for tão numerosa que dificulte a reunião de todos os membros, se houver questões comuns de fato ou de direito. Deve restar caracterizado que o prosseguimento de ações individuais poderá ocasionar risco de julgamentos contraditórios ou insuficientes, dentre outros, e fica a cargo daquele que promove a ação comprovar de maneira adequada e suficiente a existência de todos os requisitos.

As *class action*, portanto, fundamentam-se na existência de um número elevado de titulares de direitos individuais que se acham unidos por questões de origem comum as quais possibilitam um tratamento processual unitário e solução da questão de maneira coletiva.

A partir dos anos 70 do século XX, nos países da *civil law*, acentuou-se a idéia de necessidade de proteção dos direitos coletivos em razão, por exemplo, da necessidade de tomada de medidas visando a preservação do meio ambiente e dos consumidores. Começou-se a aparecer, de maneira acentuada, normas de natureza material e processual visando a tutela específica dessa categoria de direitos. Segundo Teori Albino Zavascki “tomou-se consciência, à época, da quase absoluta inaptidão dos métodos

¹⁴³ “A versão original da *Rule 23* foi adotada em 1938, integrando as *Federal Rules of Civil Procedure*, sendo certo que um dos seus mais importantes propósitos foi o de tornar as *class actions* utilizáveis tanto nos procedimentos de equidade como nos de direito estrito. Estabeleceu-se, ali, que: a) a *class action* poderia ser admitida quando impossível reunir todos os integrantes da *class*; b) deveria o autor assegurar ‘adequada representação’ da classe; c) exigia-se uma *comunhão de interesses* entre os membros da *class*. A comunhão de interesses, aliás, com sua natureza e espécie, constitui a pedra de toque da legislação de 1938, daí resultando a classificação das ações em *true*, *hybrid* e *spurious*, conforme aos direitos objetos da controvérsia, com distintas conseqüências processuais. Os direitos caracterizados como *joint*, or *common*, or *secondary*, eram tuteláveis mediante a *true class action*, enquanto aqueles caracterizados como *several* tanto podiam ser objeto da *hybrid class action* como da *spurious class action*”ZACLIS, Lionel. *Op. cit.* p. 34.

processuais tradicionais para fazer frente aos novos conflitos e às novas configurações de velhos conflitos, especialmente pela particular circunstância de que os interesses atingidos ou ameaçados extrapolavam, em muitos casos, a esfera meramente individual, para atingir uma dimensão maior, de transindividualidade.”¹⁴⁴

Importa salientar que a legislação desenvolvida pelos países europeus, no tocante à tutela coletiva, não tinha a mesma profundidade e não atingia a mesma dimensão da *class action*.do direito norte-americano.

O legislador brasileiro, na década de 70 do século passado, alterou a Lei da Ação Popular por meio da Lei 6.513/77, modificando o artigo 1º., parágrafo 1º., para constar que “os bens e direitos de valor econômico, artístico, estético, histórico ou turístico” eram considerados como patrimônio público¹⁴⁵. No entanto, a principal novidade em matéria de tutela coletiva viria a ser a Lei 7.347/85-Lei da Ação Civil Pública-que disciplinou o subsistema de direito processual destinado à tutela dos direitos transindividuais.

Com o advento da Constituição Federal de 1988, ficou consagrada no direito brasileiro a opção pela tutela dos direitos coletivos, tendo em vista que esta, entre outros dispositivos, determinava o direito de todos ao meio ambiente equilibrado, a tutela dos consumidores e seus direitos, a defesa da moralidade e da probidade administrativa, a preservação do patrimônio histórico e cultural.

Em 1990 foi editado o Código de Proteção e Defesa do Consumidor, Lei 8.078 de 11/09/90, trazendo várias normas de proteção ao consumo de bens e serviços, bem como trazendo conceitos e dispositivos processuais aplicáveis à tutela de outros direitos coletivos em sentido amplo. Implementou, também, diversas modificações no tratamento da Lei da Ação Civil Pública.

¹⁴⁴ZAVASCKI, Teori Albino. *Processo coletivo-tutela de direitos coletivos e tutela coletiva de direitos*. 2ª.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p.34.

¹⁴⁵ A Constituição Federal de 1988 ampliou o leque de abrangência da Ação Popular, acrescentando o meio ambiente: art. 5º. LXXIII - qualquer cidadão é parte legítima para propor ação popular que vise a anular ato lesivo ao patrimônio público ou de entidade de que o Estado participe, à moralidade administrativa, ao meio ambiente e ao patrimônio histórico e cultural, ficando o autor, salvo comprovada má-fé, isento de custas judiciais e do ônus da sucumbência;

No Brasil, ao se falar em proteção de direitos coletivos, estamos referindo aos direitos difusos, aos direitos coletivos em sentido estrito e aos direitos individuais homogêneos. Direitos difusos são aqueles em que seus titulares não são determinados, nem determináveis porque não é possível delimitar claramente quem são os interessados, apesar de pertencerem a um grupo de pessoas indeterminadas e ligadas por circunstâncias de fato (art. 81, I do CDC)¹⁴⁶.

Os interesses difusos compreendem grupos menos determinados de pessoas (melhor do que pessoas *indeterminadas*, são antes pessoas *indetermináveis*), entre as quais inexistente vínculo jurídico ou fático preciso. São como um *feixe ou conjunto de interesses individuais, de objeto indivisível, compartilhados por pessoas indetermináveis, que se encontram unidas por circunstâncias de fato conexas*.¹⁴⁷

De acordo com o artigo 81, II do Código de Defesa do Consumidor, direitos coletivos *stricto sensu* são os “...transindividuais de natureza indivisível, de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base;”

Os direitos coletivos *stricto sensu* diferem-se dos direitos difusos pelo fato de que, com relação aos direitos coletivos, há condições de se identificar os titulares. Há um vínculo jurídico que provoca uma convergência de interesses entre os indivíduos.

Trata-se, em verdade, de direito do grupo social, representado por associações ou corporações voltadas à defesa de determinados tipos de interesses da sociedade. É um tipo de direito metaindividual, porque transcende aos interesses de cada uma das pessoas vinculadas ao grupo associativo, para guardar sintonia com os próprios fins institucionais do grupo.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Art. 81. A defesa dos interesses e direitos dos consumidores e das vítimas poderá ser exercida em Juízo individualmente, ou a título coletivo.

Parágrafo único. A defesa coletiva será exercida quando se tratar de:

I - interesses ou direitos difusos, assim entendidos, para efeitos deste Código, os transindividuais, de natureza indivisível, de que sejam titulares pessoas indeterminadas e ligadas por circunstâncias de fato;

¹⁴⁷ MAZZILLI, Hugo Nigro. *Op. cit.* p.50/51.

¹⁴⁸ WAMBIER, Luiz Rodrigues. *Sentença civil-liquidação e cumprimento*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 308.

A terceira categoria de direitos coletivos *lato sensu*, são os direitos individuais homogêneos, que encontram sua delimitação no inciso III do artigo 81 do Código de Defesa do Consumidor¹⁴⁹, entendidos assim como os decorrentes de origem comum. Têm, portanto, características que se assemelham aos direitos coletivos, somente deles se diferenciando pela divisibilidade do objeto.

Ao lado dos interesses difusos e dos coletivos, com as características acima vistas, vem a doutrina brasileira procurando delinear uma distinta categoria de interesses ou direitos: a dos direitos subjetivos clássicos, perfeitamente identificáveis quanto aos titulares e divisíveis com relação ao bem objeto da tutela, mas que poderiam ser tratados coletivamente, por sua origem comum e pelo fato de a comunhão de interesses atingir uma grande massa de pessoas.¹⁵⁰

Os titulares dos direitos individuais homogêneos podem ser identificáveis e o objeto pode ser atribuído a cada um dos titulares, sendo, pois, divisível. Conforme assevera Lionel Zaclis, não é apropriado falar-se em divisibilidade do objeto do direito, uma vez que cada direito individual mantém a indivisibilidade de seu objeto, sendo certo que não há uma fusão de direitos para que haja depois uma divisão entre os titulares. Os direitos individuais homogêneos, se exercidos por meios processuais comuns, ensejariam um litisconsórcio entre os titulares. No entanto, o exercício de tais direitos por meio da ação coletiva torna racional e eficiente a utilização dos meios processuais. E conclui: “Aliás, essa técnica processual tem, entre seus objetivos, o de facilitar a defesa de interesses dispersos e de valores diminutos que, de outro modo, dificilmente seriam levados aos tribunais.”¹⁵¹

Os interesses difusos são defendidos em juízo por substitutos processuais, sendo que os substituídos são os indivíduos que tiveram seus direitos violados. Possuem legitimidade para propositura da Ação Civil Pública o Ministério Público, a União, os estados, os municípios, o Distrito Federal, autarquias, empresas públicas, fundações,

¹⁴⁹ Art. 81. A defesa dos interesses e direitos dos consumidores e das vítimas poderá ser exercida em Juízo individualmente, ou a título coletivo.

...

III - interesses ou direitos individuais homogêneos, assim entendidos os decorrentes de origem comum.

...

¹⁵⁰ ZACLIS, Lionel. *Op. cit.* p. 71.

sociedades de economia mista, associações civis, estas desde que constituídas há mais de 01 ano e haja pertinência temática (finalidade institucional compatível com a defesa do interesse pretendido). O Código de Defesa do Consumidor acrescenta, ainda, as entidades e órgãos da administração pública, direta ou indireta (art. 82, III).

Existe divergência de entendimentos sobre a legitimidade ativa do Ministério Público para defender em juízo os direitos individuais homogêneos. Aqueles que defendem a tese da impossibilidade argumentam, dentre outros motivos, que a Constituição Federal, em seu artigo 129, III¹⁵², dispendo das funções institucionais do Ministério Público fala em proteção de “...outros interesses difusos e coletivos.” Não fazendo qualquer referência aos direitos individuais homogêneos. Há que se destacar, ainda, que a legitimação para as ações coletivas *lato sensu* é concorrente e disjuntiva. Concorrente porque todos os co-legitimados podem agir em defesa desses interesses e disjuntiva porque não precisa haver litisconsórcio.

Nos Estados Unidos, a tutela coletiva dos direitos dos investidores no Mercado de Valores Mobiliários é feita em caráter público pela SEC-*Securities and Exchange Commission*, equivalente à nossa Comissão de Valores Mobiliários, como pode, também, ser feita em caráter privado utilizando-se das *class actions*. A SEC possui legitimidade para promover as diligências necessárias à verificação da ocorrência de irregularidades no Mercado de Capitais, visando a propositura de demandas judiciais, com o objetivo de impor as devidas penalidades aos responsáveis. Quanto às *class action*, visam a apurar as irregularidades ocorridas e as indenizações daí advindas, buscando a proteção de grupos de investidores lesados no Mercado de Capitais, em sua maioria em razão de informações fraudulentas prestadas pelas companhias emissoras de valores mobiliários, ou omissão na prestação das informações necessárias.¹⁵³

O objetivo de proteção dos investidores tem por finalidade criar um contexto jurídico e econômico em que os seus interesses, no que toca ao

¹⁵¹ Ibid. p. 77.

¹⁵² Art. 129. São funções institucionais do Ministério Público:

I - promover, privativamente, a ação penal pública, na forma da lei;

II - zelar pelo efetivo respeito dos Poderes Públicos e dos serviços de relevância pública aos direitos assegurados nesta Constituição, promovendo as medidas necessárias a sua garantia;

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;

¹⁵³ ZACLIS, Lionel. *Op. Cit.* p. 61.

investimento que realizam, tenham um tratamento adequado quanto a uma diversidade de aspectos: informação, igualdade oportunidades, regularidade das transações, entre outros. Contudo, todo o investimento em valores mobiliários tem um risco econômico determinado: em certos casos, esse risco é maior; noutros será menor. Mas o risco econômico existirá sempre e daí que um aspecto complementar do investimento seja a necessidade, cada vez maior, de conscientizar os investidores para o risco, tornando-o visível e transparente, e de criar mecanismos de prevenção e alerta para esses riscos advenientes da atividade econômica.¹⁵⁴

4.4.5.1 – AÇÃO CIVIL PÚBLICA: REPARAÇÃO DE DANOS AOS INVESTIDORES

A lei 7.913/89, promulgada em 07 de dezembro de 1989, instituiu a Ação Civil Pública para reparação de danos causados a investidores no mercado de valores mobiliários, tendo sido esta a primeira ação coletiva, prevista no direito brasileiro para proteção coletiva dos interesses individuais. Referida lei resultou da iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários, sob presidência de Arnold Wald, que encaminhou anteprojeto de lei ao Ministro da Fazenda. A exposição de motivos do Ministro da Fazenda, Maylson da Nóbrega, demonstrava a necessidade de se integrar ao sistema jurídico brasileiro, tão importante lei.

“...para contraditar a idéia de que as ações individuais são caras e de difícil acesso, por excelência aquelas inerentes ao mercado de capitais, em razão da sua tecnicidade, imperativo que o Ministério Público e os demais entes valham-se da legitimidade que lhes foi conferida pela Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989, e promova medidas judiciais, de ofício ou em virtude de requerimento da CVM, a fim de evitar prejuízos ou para propiciar o ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, quando decorrentes da utilização de informação relevante ainda não divulgada (art. 1º., II, da invocada Lei 7.913/89).”¹⁵⁵

¹⁵⁴ RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Porto: Almedina, 2001. p. 33.

¹⁵⁵ PROENÇA, Jose Marcelo Martins. *Opua cit. p.. 325/326*.

Esta lei tem por finalidade promover o ressarcimento dos prejuízos provocados aos investidores no mercado de valores mobiliários, e impedir que aqueles que atuem de maneira desvirtuada e abusiva nesse mercado, obtenham ganhos ilegais. O funcionamento de um Mercado de Capitais sólido e seguro deve ser de interesse do Estado e de toda a coletividade, uma vez que significa um instrumento fundamental de desenvolvimento do país, por meio da obtenção de investimentos por parte das empresas e, de outro lado, estão os investidores que aplicam suas economias e confiam na transparência e credibilidade do mercado.

O artigo 1º. da Lei 7.913/89 apresenta, de modo não taxativo, as condutas que podem ser objeto de propositura de Ação Civil Pública:

- 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 ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

I - operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;

II - compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III - omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

O inciso I prevê, portanto, diversas condutas: a “prática não eqüitativa” é aquela que dá tratamento desigual a alguma das partes envolvidas na negociação, provocando um desequilíbrio que gera vantagem em relação aos demais participantes do Mercado de Capitais. As “condições artificiais de demanda, oferta ou preço” são aquelas

em que os agentes participantes ou intermediários provocam alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários. A “operação fraudulenta” é a utilização de artifícios ou ardis, provocando situações que levam à elevação ou baixa no valor dos papéis negociados, manipulam preços, induzindo terceiros à compra ou venda de valores mobiliários, obtendo, com isso vantagem indevida, lucro ilícito para si ou para terceiros. A “manipulação de preços” é a utilização de práticas que provoquem direta ou indiretamente a alteração ou manutenção do preço dos papéis, indevidamente.

A conduta do *insider trading* resta configurada no inciso II do artigo 1º, onde fica evidenciado que a compra ou venda de valores mobiliários, com o uso de informações privilegiadas, e ainda não divulgadas ao mercado, por parte de administradores, acionistas controladores, ou por quem detenha a informação em razão da profissão ou função exercida perante a empresa (por exemplo, os contadores, advogados, peritos, entre outros), bem como pessoas que possam ter recebido informação destas pessoas, configura, portanto, conduta ilícita, devendo ser coibida, também pelo uso da Ação Civil Pública em tela.

A legitimidade ativa para propor esta Ação Civil Pública está restrita ao Ministério Público, conforme estipula a Lei 7.913/89. Verificamos que, seguindo o entendimento de autores como Lionel Zaclis e José Marcelo Martins Proença, deveria ser estendida a outros entes, ampliando-se o rol de legitimados à proteção dos investidores, incluindo-se, principalmente a Comissão de Valores Mobiliários, a Bolsa de Valores e associações de defesa de investidores e consumidores.

Somos de parecer, contudo, que restringir-se a legitimação ativa ao Ministério Público, tal como faz a Lei 7.913/89, não corresponde à melhor solução, até porque, dependendo das circunstâncias, poderá ele não ser um representante adequado. Entendemos que a legitimação deve ser estendida também à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – de modo a facultar-se-lhe atuação idêntica à da sua congênere estadunidense, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) -, assim como a integrantes da iniciativa privada, sejam indivíduos, sejam associações de defesa de investidores, atribuindo-se ao juiz, na esfera de seu poder discricionário, a escolha do representante adequado.¹⁵⁶

¹⁵⁶ ZACLIS, Lionel. *Op. Cit.* p. 168/169.

No entanto a lei restringiu a legitimidade não havendo que se falar, *data vênia* dos entendimentos em contrário, em aplicação extensiva dos artigos 5º. da Lei 7.347/85, que trata da Ação Civil Pública, bem como do art. 82 do Código de Defesa do Consumidor, que possuem um rol de legitimados ativos à defesa dos interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos.¹⁵⁷

Uma vez proposta a ação pelo ente legitimado, julgada procedente e efetuado o cumprimento de sentença, verificamos que os valores decorrentes da condenação deverão ser destinados aos investidores lesados, na proporção de seus prejuízos.

4.5 ÉTICA E O MERCADO DE CAPITAIS

¹⁵⁷ LEI 7.347/85 - Ação Civil Pública Art. 5º A ação principal e a cautelar poderão ser propostas pelo Ministério Público, pela União, pelos Estados e Municípios. Poderão também ser propostas por autarquia, empresa pública, fundação, sociedade de economia mista ou por associação que:

I - esteja constituída há pelo menos um ano, nos termos da lei civil;

II - inclua entre suas finalidades institucionais a proteção ao meio ambiente, ao consumidor, à ordem econômica, à livre concorrência, ou ao patrimônio artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico;

§ 1º O Ministério Público, se não intervier no processo como parte, atuará obrigatoriamente como fiscal da lei.

§ 2º Fica facultado ao Poder Público e a outras associações legitimadas nos termos deste artigo habilitar-se como litisconsortes de qualquer das partes.

§ 3º Em caso de desistência infundada ou abandono da ação por associação legitimada, o Ministério Público ou outro legitimado assumirá a titularidade ativa.

§ 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.

§ 5º Admitir-se-á o litisconsórcio facultativo entre os Ministérios Públicos da União, do Distrito Federal e dos Estados na defesa dos interesses e direitos de que cuida esta Lei.

§ 6º Os órgãos públicos legitimados poderão tomar dos interessados compromisso de ajustamento de sua conduta às exigências legais, mediante cominações, que terá eficácia de título executivo extrajudicial.

Lei 8.078/90 (CDC):

Art. 82. Para os fins do art. 81, parágrafo único, são legitimados concorrentemente:

I - o Ministério Público,

II - a União, os Estados, os Municípios e o Distrito Federal;

III - as entidades e órgãos da Administração Pública, direta ou indireta, ainda que sem personalidade jurídica, especificamente destinados à defesa dos interesses e direitos protegidos por este código;

IV - as associações legalmente constituídas há pelo menos um ano e que incluam entre seus fins institucionais a defesa dos interesses e direitos protegidos por este código, dispensada a autorização assemblear.

§ 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.

§ 2º (Vetado).

§ 3º (Vetado).

O homem, para viver em sociedade, e em harmonia com os indivíduos, precisa agir sempre respeitando os direitos dos demais. A origem do direito está na natureza do homem como ser social e tem conotação coercitiva, significando a proteção jurídica, uma intervenção nas relações sociais e individuais para manter a ordem social efetiva. Nenhuma sociedade sobrevive sem normas de conduta. Nos últimos anos tem aumentado o debate sobre as questões que giram em torno da Ética Empresarial, visando buscar um mercado Ético, com responsabilidade social e ambiental.¹⁵⁸

Não podemos confundir Ética com Moral: moral vem do latim *mos* ou *mores*, “costumes”, conjunto de regras ou normas adquiridas por hábitos, comportamento adquirido ou modo de ser adquirido pelo homem. Ética, vem do grego *Ethiké*, derivado de *hethos*, que significa “modo de ser” ou “caráter”. O conceito de Ética relaciona-se imediatamente com moral. Porém, a Ética não é moral, sua missão é explicar a moral efetiva, podendo influir na própria moral. As normas de Ética, encarada como ramo da Filosofia, visam a ensinar um caminho à conduta humana que é o elemento que mantém e desenvolve o grau de civilização dos povos.

A Ética investiga, esclarece e explica determinadas realidades. Uma ação Ética é sempre resultado de uma livre escolha. A vida em sociedade gera conflitos de interesses entre os diversos entes que a compõe. Estes conflitos são ocasionados pela complexidade, cada vez maior, das relações humanas. Nossa sociedade é formada por pessoas das mais diferentes classes, nos mais diversos níveis de cultura e desenvolvimento.

¹⁵⁸ Negli anni '70 dell' ultimo secolo si è avviato nei paesi occidentali un largo dibattito sui comportamenti eticamente doverosi dell' imprenditore e del management nella gestione fiduciaria di interessi di altre categorie soggetti, come lavoratori, azionisti, risparmiatori, sino agli interessi diffusi relativi alla tutela dell'ambiente. Come è noto, il dibattito si inserisce in una più ampia riflessione sui comportamenti etici nella conduzione degli affari, postulando un'esigenza di *etica degli affari (business ethics)*, che dagli Stati Uniti si è allargata al mondo di *common law* e all'Europa di *civil law*. GAMBINO, Agostino. Etica dell'impresa e codici di comportamento. *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*. Padova (Italia): Piccin Nuova Libreria SPA, anno CIII (2005). p. 881.

Tradução livre: Nos anos 70, do último século, houve um grande debate nos países ocidentais sobre o comportamento eticamente correto do empreendedor e do administrador na gestão fiduciária dos interesses de outras categorias de sujeitos, como trabalhadores, acionistas, poupadores, até os interesses difusos relativos à tutela do meio-ambiente. Como se pode notar, o debate transforma-se em uma mais ampla reflexão sobre comportamentos éticos na condução das transações, postulando uma exigência de ética empresarial (*business ethics*), que dos Estados Unidos se difundiu ao mundo da *common law* e a Europa da *civil law*.

Com a evolução da vida em sociedade, o homem se viu obrigado a organizar-se para poder viver em harmonia com os demais componentes.

Toda sociedade, para ser considerada como tal, possui seu conjunto de normas, as quais servem para identificá-la, proporcionando a vida em grupo. Da interação entre os indivíduos, que significa a ação de uns sobre os outros, surgem as sociedades e as culturas, produzindo relações sociais complexas. Está estruturada em regras que delimitam a participação de cada indivíduo em seu contexto. O desrespeito a essas regras pode significar a própria destruição do homem, bem como da sociedade da qual faz parte. A vontade humana está, do ponto de vista existencial, limitada por impedimentos. O exercício da vontade não pode ser feito incondicionalmente.

O cidadão, embora critique as leis, têm o dever de cumpri-las, agindo em conformidade com elas. A lei pode ser injusta e iníqua, mas enquanto não for revogada, obriga e se impõe contra nossa vontade. Todo indivíduo consciente de seus direitos deve adaptar a própria conduta às respectivas regras Éticas, tituladas como deveres e direitos. Nenhuma sociedade pode sobreviver sem normas de conduta, pois há que haver um mínimo ético, sem o qual ela desagrega. Do conjunto das consciências morais individuais resultará a consciência coletiva, uma consciência moral social.

Os homens não só agem moralmente (isto é, enfrentam determinados problemas nas suas relações mútuas, tomam decisões e realizam certos atos para resolvê-los e, ao mesmo tempo, julgam ou avaliam de uma ou outra maneira estas decisões e estes atos), mas também refletem sobre esse comportamento prático e o tomam como objeto de sua reflexão e de seu pensamento. Dá-se assim a passagem do plano da prática moral para o da teoria moral; ou, em outras palavras, da moral efetiva, vivida, para a moral reflexa. Quando se verifica esta passagem, que coincide com o início do pensamento filosófico, já estamos propriamente na esfera dos problemas teórico-morais ou éticos.¹⁵⁹

Os problemas éticos, diferentemente dos práticos-morais, são caracterizados pela sua generalidade. O indivíduo na busca da solução de situações e problemas cotidianos

¹⁵⁹ VASQUEZ, Adolfo Sanchez. *Ética*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2001. p.17.

não encontrará na Ética uma norma para cada situação concreta. A Ética indica, de modo geral, o que é um comportamento pautado por normas ou em que consiste o seu fim.

Para Aristóteles, discípulo de Platão, a idéia não existe separada dos indivíduos concretos, ela existe somente nos seres individuais. O fim da atividade do homem é a felicidade, que não está na riqueza, nem tampouco no prazer. A vida teórica ou contemplação é a atividade humana guiada pela razão que é o que há de mais elevado e característico no homem. As virtudes não são inatas, são modos de ser, adquiridos ou conquistados pelo exercício, são o termo médio entre dois extremos (um excesso é um defeito), é um equilíbrio entre dois extremos instáveis e igualmente prejudiciais.

A excelência moral, então, é uma disposição da alma relacionada com a escolha de ações e emoções, disposição esta consistente num meio termo (o meio termo relativo a nós) determinado pela razão (a razão graças à qual um homem dotado de discernimento o determinaria). Trata-se de um estado intermediário, porque nas várias formas de deficiência moral há falta ou excesso do que é conveniente tanto nas emoções quanto nas ações, enquanto a excelência moral encontra e prefere o meio termo. Logo, a respeito do que ela é, ou seja, a definição que expressa sua essência, a excelência moral é um meio termo, mas com referência ao que é melhor e conforme ao bem ela é um extremo.¹⁶⁰

A Ética contemporânea surge numa época de contínuos progressos científicos e tecnológicos, com um imenso desenvolvimento da produção, que levam ao questionamento da sobrevivência da própria humanidade tendo em vista ameaça gerada pelo uso exagerado dos recursos naturais. Essa Ética conhece novos sistemas sociais, processos de descolonização, reavaliação de comportamentos e princípios.

A tendência natural do espírito humano é dirigida para a prática do bem, do que é bom. As condutas humanas são impostas e testemunhadas pela consciência, existindo liberdade na conduta e o dever de praticar o bem e evitar fazer o mal. A consciência moral é fundamental e decisiva para a conduta moral do indivíduo ou do profissional do Direito. Consciência é a *ciência de nós*, saber se estamos fazendo, ou não, o que deve se fazer. Ela é legisladora e, ao mesmo tempo, juiz tanto de nossos atos, quanto dos atos alheios.

O filósofo Kant buscava uma Ética de validade universal que se apoiasse na igualdade entre os homens. Queria chegar a uma moral igual para todos, uma moral racional. Diante de cada lei, de cada costume, o indivíduo deveria questionar qual o seu dever e agir somente de acordo com seu dever, pois só assim seria um homem livre. Para os gregos, o ideal Ético estava na busca teórica e prática da idéia do bem (Platão) ou estava na felicidade, entendida como uma vida virtuosa (Aristóteles).¹⁶¹

A Ética é ponto de cunho fundamental no tocante à questão do justo equilíbrio do Mercado de Capitais. No entanto, pode parecer que o conceito de Ética não se coaduna com o Mercado de Capitais, com o auferimento de lucro, bem como em relação ao próprio capitalismo. Porém, não pode ser esta a melhor conclusão, bem como, a luta deve ser para se buscar relações negociais mais justas e eqüitativas para todas as partes envolvidas e para a sociedade.

Platão considera o amor à riqueza uma paixão ou desequilíbrio. Condena o enriquecimento e a acumulação, argumentando que poucos homens resistem ao assédio do lucro e não se contentam em ganhar dinheiro moderadamente; a maioria não controla impulsos e paixões e persegue lucros ilimitados. Decorre daí a desconsideração do filósofo pelos temas relacionados à riqueza.¹⁶²

Veja-se que o mercado, com o desejo de seus agentes de obterem vantagens, ganhos, lucro, advindos da exploração do homem e da natureza, acaba por ditar o comportamento de todos. Logo, ao contrário do que é defendido pela teoria econômica liberal, o mercado é a principal fonte de desequilíbrio sócio-econômico, uma vez que promove a exploração econômica de maneira desmedida em nome do lucro.

O que há por trás do “mercado”? Este termo, que é largamente utilizado para referir-se às mais diversas questões econômicas, acaba por conferir legitimidade a toda uma

¹⁶⁰ ARISTOTELES. *Ética a nicômacos*. trad. de Mário da Gama Kury. 3ª. ed. Brasília: Editora UNB, 1992. p.42

¹⁶¹ A ética aristotélica demarca a *práxis* como saber próprio. Seu fundamento científico consiste em estudar as coisas como objeto do agir, segundo a finalidade, o *dever-ser*. No pensamento platônico, ao contrário, o *dever-ser* é subsumido à imutabilidade do ser, o objeto da verdade. DRUMMOND, Arnaldo Fortes. *Morte do mercado: ensaio do agir econômico*. São Leopoldo: Editora Unisinos, 2004. p. 67.

¹⁶² DRUMMOND, Arnaldo Fortes. *Op. Cit.* p. 87

cadeia de produção, exploração do homem e do meio ambiente, enriquecimento de uns poucos e empobrecimento de outros, guerras e conflitos entre povos. O capitalismo tem se mostrado, ao longo dos tempos, ser o sistema econômico que mais tem sido aplicado, na ampla maioria dos países. Porém, verificamos que não é um sistema preocupado com as questões de justiça social, com questões humanas, tendo em vista que o lucro vem em primeiro lugar.

Atualmente, as questões atinentes à responsabilidade social e ambiental das empresas estão em larga expansão, com a adoção das práticas voltadas para preservação ambiental e justiça social. Porém, não nos iludamos porque o pano de fundo dessa mudança toda continua sendo o aumento da lucratividade. As empresas que atuam com responsabilidade social e ambiental são bem vistas pelo mercado e, conseqüentemente, pelos consumidores e investidores. A Bolsa de Valores, conforme já demonstrado neste trabalho, exige das empresas, para que possam ser classificadas no Novo Mercado ou no Nível 1 e no Nível 2, que promovam ações voltadas para as questões de preservação do meio ambiente, bem como promovam atividades voltadas para a melhoria da qualidade de vida das pessoas, com práticas eqüitativas, pois assim seus valores mobiliários serão mais valorizados.

Agindo assim o mercado está atuando eticamente? Um posicionamento concreto ante esta questão fundamental mostra-se de difícil possibilidade tendo em vista que a resposta vai ser positiva em alguns casos e negativas em outros. Se levarmos em consideração que ser Ético é importar-se com o outro, procurar fazer o bem, refletir sobre as escolhas e suas conseqüências, é ser responsável pelas atitudes tomadas, o mercado estaria atuando eticamente, caso estivesse imbuído destes princípios. Por outro lado, se o mercado atuar apenas com a intenção de cumprir as leis e os costumes da coletividade, estará agindo moralmente, o que, diga-se de passagem, já é um grande avanço para a humanidade.

O mercado, por meio de seus componentes, deve estar preocupado com a geração do lucro, que é a sua essência, gostemos ou não. No entanto, o que precisa ser questionado é a que custo está se conseguindo essa mais-valia? Deve estar, também, preocupado com a distribuição justa do excedente e quem vai beneficiar-se dele, de maneira

que não somente os sócios, mas também os demais componentes da cadeia produtiva tenham a sua justa participação no resultado da empresa.

Quanto ao Mercado de Capitais, verificamos que o acionista tem papel fundamental nesta questão de Ética do Mercado, uma vez que a sua atuação no momento de efetivar seus investimentos, e optar pela aquisição de valores mobiliários de determinada empresa, pode influenciar no modo de agir da empresa perante toda a coletividade, recusando adquirir valores mobiliários de empresas que não sejam socialmente responsáveis. O acionista precisa estar conscientizado e interessado em promover avanços e melhorias no tratamento às pessoas e ao meio ambiente, uma vez que isto irá forçar a mudança de postura das empresas perante o mercado.

De resto, o sistema já vem sendo posto à prova há bastante tempo para que ainda seja preciso inventar falaciosas justificativas morais para ele. Um sistema econômico é feito para criar riqueza, se possível com o menor custo social, político e ecológico. Desses três pontos de vista, o capitalismo superou amplamente – apesar dos seus pesares e, às vezes, graças a eles – o coletivismo. Ponto. O erro seria crer que baste a riqueza para fazer uma civilização, ou mesmo uma sociedade humanamente aceitável. É por isso que necessitamos também do direito e da política. E como a política e o direito também não bastam, é necessária além disso a moral, o amor, a espiritualidade... Não peçamos à economia para fazer as vezes deles!¹⁶³

4.6 LIMITES AO SISTEMA PROTETIVO

O Mercado de Capitais é, essencialmente, um mercado de risco onde os ganhos e perdas podem variar em grandes proporções em razão das condições do mercado. Assim, a despeito das necessárias medidas de proteção ao consumidor, deve-se destacar que existem limites a essa tutela que são advindos da própria estrutura de funcionamento do

¹⁶³ COMTE-SPONVILLE, André. *O capitalismo é moral?* São Paulo: Martins Fontes, 2005. p. 85.

mercado, onde o risco é inevitável, não se podendo confundir proteção com paternalismo, devendo o investidor estar ciente das condições do mercado.

A proteção não visa eliminar os riscos naturais do Mercado de Capitais e tampouco assegurar lucratividade aos investidores, garantindo um resultado econômico favorável. O que deve haver é o fornecimento de informações adequadas e sem vícios, a fim de que este possa identificar, por si próprio, os riscos e analisar as condições de investimento.

O objectivo de protecção dos investidores tem por finalidade criar um contexto jurídico e econômico em que os seus interesses, no que toca ao investimento que realizam, tenham um tratamento adequado quanto a uma diversidade de aspectos: informação, igualdade de oportunidades, regularidade das transações, entre outros. Contudo, todo o investimento em valores mobiliários tem um risco económico determinado: em certos casos, esse risco é maior; noutros, será menor. Mas o risco económico existirá sempre e daí que um aspecto complementar do investimento seja a necessidade, cada vez maior, de consciencializar os investidores para o risco, tornando-o visível e transparente, e de criar mecanismos de prevenção e alerta para esses riscos advenientes da actividade económica. A decisão do investidor pode ser errada mas tem de ser uma decisão esclarecida.¹⁶⁴

Os riscos a que estão submetidos os investidores podem ser divididos em risco de oportunidade, risco de administração e risco de liquidez. O risco de oportunidade é decorrente do interesse do investidor de que sua decisão em investir seja a mais apropriada, dentre as alternativas existentes. O risco de administração está em que a condução dos negócios atinentes ao valor mobiliário, objeto do investimento, esteja a cargo de pessoas que possuam competência e diligência na condução dos negócios. Por fim, o risco de liquidez diz respeito ao momento em que o investidor decide resgatar suas aplicações e que tal ocorra a um preço que lhe traga lucratividade.

5 CONCLUSÃO

Nas diversas relações entre os homens, a busca pelo lucro já existia desde a época em que as economias eram baseadas nos sistemas de trocas nas civilizações agrícolas. No entanto, a lucratividade não era o foco principal daquela época, ou seja, o que se visava primordialmente era somente promover a troca do excedente, buscando a satisfação através da obtenção do produto que não se possuía. No entanto, com o desenvolvimento das atividades comerciais, o lucro passou a adquirir posição de destaque. Surgiram sistemas econômicos e o Capitalismo mostrou-se, em princípio, o que melhor se adaptou às exigências econômicas da humanidade, apesar de todas as mazelas produzidas pela busca incessante e até desumana do lucro, sem se preocupar com as conseqüências sociais e ambientais.

A globalização permite uma aproximação sem precedentes na história da humanidade, entre os mais diversos países sendo as comunicações e trocas de informações, realizadas de maneira rápida, com destaque para a Internet, que trouxe uma grande revolução ao mundo globalizado. A evolução dos sistemas jurídicos não tem acompanhado a rapidez dessas mudanças. As relações jurídicas neste mundo globalizado não estão bem delimitadas ante as diversidades e conflitos de interesses globais.

O termo “mercado” pode ser definido como um lugar onde fornecedores e consumidores, representando a oferta e a demanda, reúnem-se cada um na busca de satisfazer interesses próprios ou de terceiros. Ali são realizados, portanto, vários tipos de negócios, são idealizados preços, aferido o equacionamento entre oferta e procura, entre outros. Já a expressão “Mercado de Capitais” é utilizada para denominar os diferentes segmentos do mercado de investimento de capitais e, no presente estudo refere-se aos valores mobiliários. O Mercado de Capitais deve ser sólido, eficiente e ter, como um de seus fundamentos, o comprometimento com a necessidade de proteção aos direitos dos

¹⁶⁴ RODRIGUES, Sofia Nascimento. *Op. Cit.* p. 33

investidores, o que é determinante para assegurar a sua confiabilidade. É fundamental manter a confiabilidade do Mercado de Capitais, pois isto contribui para atrair, cada vez mais, investidores.

O mercado e o capitalismo, tendo como um dos fundamentos a busca do lucro, busca colocar o Direito a seu serviço, para promover uma ordenação que lhes permita controlar todo o sistema, atendendo a seus interesses. Ocorre que este Direito acaba se voltando contra o próprio Mercado, visando um equilíbrio mínimo das relações e proteção dos demais componentes. O mercado, com o desejo de seus agentes de obterem vantagens, ganhos e lucro, advindos da exploração do homem e da natureza, acaba por ditar o comportamento de todos. Logo, ao contrário do que é defendido pela Teoria Econômica liberal, o mercado é a principal fonte de desequilíbrio sócio-econômico, uma vez que promove a exploração econômica de maneira desmedida, em nome do lucro.

Devido ao desenvolvimento das relações comerciais, a criação das empresas, a necessidade contínua de novos investimentos nestas empresas, o Mercado de Capitais mostra-se como um importante instrumento de financiamento desses investimentos, assumindo maior relevância no fornecimento de capital para as empresas, oferecendo vantagens econômicas significativas e a redução do custo do capital.

O regular funcionamento do Mercado de Capitais depende, também, da existência de um sistema financeiro eficiente. O Sistema Financeiro Nacional é composto por um conjunto de instituições e instrumentos que tratam da transferência de recursos entre aqueles que possuem recursos em excesso (*superávit*) e aqueles que necessitam desses recursos para seus gastos e investimentos, normalmente as empresas. Cuida, portanto, de toda a cadeia que envolve, desde o acúmulo de poupança, por parte de alguns, e a necessidade destes recursos por parte daqueles que desejam consumir ou investir, e necessitam dos recursos de terceiros. Em síntese, deve maximizar a circulação e utilização dos recursos financeiros.

Além dos riscos próprios do Mercado de Capitais, que seriam aqueles referentes à flutuação dos preços, há, também, os riscos específicos provenientes da utilização da internet (*homebroker*) para fazer aplicações, consultar investimentos, a

atuação do *insider trading*, entre outros. O *insider trading* consiste na utilização de informações não divulgadas ao mercado, em benefício próprio, ou de terceiros, visando obter vantagens junto ao Mercado de Capitais. Os *insiders* são aqueles que têm acesso a essas informações privilegiadas, tais como os administradores, os principais acionistas e todos os demais que, de alguma forma, tiveram acesso a informações relevantes, e ainda não divulgadas ao mercado.

Há deveres de conduta para aqueles que atuam no Mercado de Capitais. Tais deveres são o modo correto de agir dos que atuam nesse mercado, ou seja, daqueles que têm relação com o Mercado de Capitais, tais como bancos, sociedades corretoras, corretores, empresas, seus dirigentes, entre outros. Tais deveres dizem respeito tanto ao mercado primário, quanto ao secundário. Os bancos e as corretoras, por meio de seus agentes, têm o dever de disponibilizar seus serviços de investimento, zelando pelos interesses de seus clientes, com responsabilidade e conhecimento técnico.

Em razão de haver interesse público no bom funcionamento do Mercado de Capitais, há necessidade de uma eficaz fiscalização da atuação de todos os entes que o compõe, para que tal mercado seja sólido, confiável e transparente, punindo-se aqueles que atuarem em desacordo com as regras de conduta, garantindo-se proteção ao investidor. Este controle está a cargo do Estado, cujo órgão fiscalizador é a Comissão de Valores Mobiliários, tendo as Bolsas de Valores, como auxiliares. A CVM, além de supervisionar permanentemente o mercado, veicula as informações sobre as ocorrências atinentes ao mercado, possuindo competência para examinar livros e documentos, exigir informações, entre outros, promovendo portanto, o funcionamento harmônico do Mercado de Capitais.

A Bolsa de Valores de São Paulo, que é a maior bolsa do país, e uma das maiores do mundo, instituiu diversos mecanismos visando a melhoria no atendimento aos investidores, buscando a transparência nas relações. Por exemplo, o *ombudsman* foi criado com a função de atender queixas, consultas e reclamações dos investidores em relação aos processos de negociação, custódia e liquidação de valores realizados através da Bovespa. O crescimento do mercado de ações provoca, também, o aumento dos conflitos, surgimento de dúvidas e questionamentos que precisam ser devidamente esclarecidos, visando manter a transparência do mercado.

. O investidor é um consumidor de produtos e serviços financeiros. A posição do investidor, visto como a parte mais fraca da relação contratual no Mercado de Capitais, deve ser equiparada à do consumidor, tornando-se possível a aplicação das normas protetivas do consumidor. Porém, não a todo e qualquer investidor e sim, àqueles considerados hipossuficientes, excluídos, de imediato, os investidores institucionais. Deve haver o tratamento diferenciado ao investidor comum ou não-qualificado, em razão de seu menor poder econômico perante o mercado. Portanto, deve este investidor receber proteção específica.

A complexidade da sociedade moderna e os problemas sociais daí advindos provocam a necessidade de uma tutela coletiva dos seus interesses. A massificação das relações, diante das novas necessidades sociais, pode acarretar prejuízos que atingem determinadas categorias de pessoas, fazendo-se premente a proteção coletiva de seus direitos. Para defesa coletiva dos interesses dos investidores foi editada a lei 7.913/89, instituindo a Ação Civil Pública para reparação de danos causados a investidores no mercado de valores mobiliários. Sendo importante destacar a necessidade de se aumentar o rol dos legitimados ativos à propositura da Ação Civil Pública visando a proteção do investidor, uma vez que somente ao Ministério Público foi conferida tal legitimidade. Fundamental conferir-se legitimidade ativa, por exemplo, à Comissão de Valores Mobiliários.

Uma das questões mais relevantes, quando se fala em proteção a todo investidor, e não somente aos hipossuficientes, é a prestação de informação ao mercado e aos investidores, por parte das empresas que negociam seus ativos no Mercado de Capitais. É de fundamental importância para se conceder segurança e transparência aos negócios concretizados. Há que haver uma pronta divulgação de informações fidedignas, as quais poderão influenciar na decisão dos investidores de comprar e/ou vender seus títulos. Através da informação é possível, ao investidor, avaliar melhor o risco associado a determinado investimento, bem como, pode agir com mais segurança e eficiência na defesa dos seus interesses.

Destacamos ainda que, com relação à prestação de informações relevantes ao Mercado de Capitais, deve ser levado em conta o “princípio da proporcionalidade inversa”.

De acordo com tal princípio, quanto menos conhecimento tiver o investidor acerca das condições do mercado, quanto menor for a sua experiência, maior será o grau de extensão e profundidade da informação que deverá ser a ele prestada pelos agentes do Mercado de Capitais.

Referido mercado é, essencialmente, um mercado de risco onde os ganhos e perdas podem variar em grandes proporções em razão das condições normais do mercado. Assim, a despeito das necessárias medidas de proteção ao consumidor, deve-se destacar que existem limites a essa tutela, que são advindos da própria estrutura de funcionamento do mercado, onde o risco é inevitável, não se podendo confundir proteção com paternalismo, devendo o investidor estar ciente das condições do mercado.

O mercado age eticamente? O mercado, por meio de seus integrantes, deve estar preocupado com a geração do lucro, que é a sua essência. No entanto, o que precisa ser questionado é a que custo está se conseguindo esse excedente? Há necessidade de se preocupar com a distribuição justa do excedente, e quem vai beneficiar-se dele. De maneira que, não somente os acionistas, também os demais envolvidos na cadeia produtiva e toda a coletividade, possam ser beneficiados com o resultado da empresa.

Verificamos que, aqueles que adquirem valores mobiliários, no Mercado de Capitais, têm papel fundamental na questão da Ética do mercado porque, no momento de efetivar seus investimentos, e optar pela aquisição de títulos de determinada empresa, pode influenciar no modo de agir da empresa perante toda a coletividade. O investidor precisa estar conscientizado e interessado em exigir e valorizar as empresas que promovam avanços e melhorias no tratamento aos trabalhadores, ao meio ambiente e em benefício de ações sociais, uma vez que isto irá forçar a mudança de postura das empresas perante o mercado.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. São Paulo: Editora Saraiva, 2000.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das sociedades comerciais*. Coimbra: Almedina, 2005/2006.

ALMEIDA, Amador Paes de. *Manual das sociedades comerciais*. São Paulo: Editora Saraiva, 1997.

ALMEIDA, Gregório Assagra. *Direito processual coletivo brasileiro: um novo ramo do direito processual*. São Paulo: Saraiva, 2003.

ALMEIDA, João Batista de. *A proteção jurídica do consumidor*. 2^a. ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

ANDREZO, Andréa Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro-aspectos históricos e conceituais*. 2^a. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ANTUNES, José A. Engrácia. *Os grupos de sociedades*. Coimbra: Livraria Almedina, 1993.

ARISTÓTELES. *Ética a nicômacos*. trad. de Mário da Gama Kury. 3^a. ed. Brasília: Editora UNB, 1992.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo, *Direito comercial sociedades comerciais*. Leme: Editora de Direito, 1997.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1^a. ed. Campinas: Bookseller, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 4^a. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BARRETO, Zacarias. *A lei das s/a e as leis do novo mercado de capitais*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2003.

BOFF, Leonardo. *Ética da vida*. Brasília: Editora Letraviva, 2000.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 9^a. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico da proteção às minorias na s/a*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

_____. *Manual das sociedades anônimas*. 12^a. ed..São Paulo: Editora Atlas, 2001.

CAMARGOS, Luiz Rogério de. *Estado, mercado e resultado social: reflexos sobre o paradigma da mão invisível*. São Paulo: Annablume, 2003.

CANOTILHO, J. J. GOMES. *Brançosos e interconstitucionalidade: itinerários dos discursos sobre a historicidade constitucional*. Coimbra: Edições Almedina, 2006.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol 1. São Paulo: Editora Saraiva , 1997.

CAVALCANTE, Francisco. MISUMI, Jorge Yoshio e RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de capitais-o que é, como funciona*. 6^a. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

CHAUÍ, Marilena. *Convite à filosofia*. São Paulo: Editora Ática, 1994.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. Vol. 1. São Paulo: Editora Saraiva , 2006.

_____. *Curso de direito comercial*. Vol. 2. São Paulo: Editora Saraiva , 2006.

_____. *Comentários à nova lei de falências e de recuperação de empresas*. 2^a. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2005.

COMPARATO, Fábio Konder. *Ética-direito, moral e religião no mundo moderno*. São Paulo: Companhia das Letras, 2006.

_____. *O poder de controle das sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Saraiva , 1990.

COMTE-SPONVILLE, André. *O capitalismo é moral?* São Paulo: Martins Fontes, 2005.

CRETELLA JUNIOR, José. *Curso de filosofia do direito*. Rio de Janeiro: Forense, 1993.

CRISMANI, Andréa. *La tutela giuridica degli interessi finanziari della collettività: aspetti e considerazioni generali con riferimenti al diritto comunitario*. Milão: Giuffrè Editore, 2000.

DALLARI, Pedro. *Constituição e relações exteriores*. São Paulo: Editora Saraiva , 1994.

DEEBEIS, Toufic Daher. *Do código de defesa do consumidor*. São Paulo: Leud, 2001.

DILTHEY, Wilhelm. *Sistema da Ética*. Coleção Fundamentos do Direito. Ícone Editora, 1994.

DRUMMOND, Arnaldo Fortes. *Morte do Mercado:ensaio do agir econômico*. São Leopoldo: Editora Unisinos, 2004.

DWORKIN, Ronald. *Uma questão de princípio*. São Paulo: Martins Fontes, 2001.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das s.a. do mercado de capitais*. 2^a. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

FARIA, José Eduardo. *Direito na economia globalizada*. São Paulo: Malheiros, 2004.

FERRARA JUNIOR, Francesco et CORSI, Francesco. *Gli imprenditori e le società* 10^a. ed. Milão: Dott. A. Giuffrè Editore, 1996.

FERREIRA, Amadeu José. *Direito dos valores mobiliários*. Lisboa: Associação Acadêmica da Faculdade Direito Lisboa, 1997.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 16^a. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FRIEDE, Reis. *Curso de ciência política e teoria geral do estado*. 2.ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2002.

GAGLIARDO, Mariano. *Responsabilidad de los directores de sociedades anônimas*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1994.

GAMBINO, Agostino. *Etica dell'impresa e codici di comportamento. Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*. Padova(Itália): Piccin Nuova Libreria SPA, anno CIII (2005).

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na constituição de 1988.11ª ed.* São Paulo: Malheiros Editores, 2006.

GRINOVER, Ada Pellegrini et al. *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor*, Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2004, 8ª edição.

HENDERSON, Hazel. *Mercado ético: a força do novo paradigma empresarial*. São Paulo: Cultrix, 2007.

HUBERMAN, Léo. *História da riqueza do homem*. Rio de Janeiro: Guanabara, 1986.

IHERING, Rudolf Von. *A luta pelo direito*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 1998.

IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato*. Roma: Editori Laterza, 2003.

KANT, Immanuel. *Fundamentação da metafísica dos costumes*. Lisboa:Edição 70, 1986.

KUMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais-do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

KURZ, Robert. *Os últimos combates*. 3ª ed. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de Capitais.2ª. ed.* Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LENZA, Pedro. *Teoria geral da ação civil pública*. 2^a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

LOBO, Jorge *et al.* *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa – o conselho da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LUCCA, Newton de. *Direito do consumidor*. São Paulo: Quartier Latin, 2003.

MAGALHÃES FILHO, Francisco de B.B. de. *História econômica*. 11^a.ed. São Paulo: Saraiva, 1987

MARQUES, Cláudia Lima, *Contratos no Código de Defesa do Consumidor* 4^a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

_____. *Confiança no comércio eletrônico e a proteção do consumidor (um estudo dos negócios jurídicos de consumo no comércio eletrônico)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial*. 31^a ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008.

MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo-meio ambiente, consumidor, patrimônio cultural, patrimônio público e outros interesses*. 19^a. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Vol II. Campinas: Bookseller, 2001.

MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do administrador de fundos de investimento. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Ano 8, n. 30, outubro-dezembro de 2005. Arnold Wald (coord.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Ano 9, n. 32, abril-junho de 2006. Arnold Wald (coord.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

NALINI, José Renato. *Ética e justiça*. São Paulo: Editora O. Mendes, 1998.

NUNES, Pedro Caetano. *Corporate governance*. Coimbra: Almedina, 2006.

OLIVEIRA, Miguel Delmar Barbosa. *Introdução ao mercado de ações*. 2^a. ed. Rio de Janeiro: CNBV, 1980.

PACINI, Dante. *Política e direito*. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1973.

PAES, P. R. Tavares. *Manual das sociedades anônimas*. 2^a. Ed..São Paulo: Revista dos Tribunais, 1996.

PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1999.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumento de capital das sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Saraiva, 1988.

PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Editora Saraiva, 1995.

PERELMAN, Chaïm. *Ética e direito*. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos administradores de fundos de investimento. *Revista de Direito do Consumidor* n. 61. Cláudia Lima Marques (Coord.). São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março 2007.

PINA, Carlos Costa. *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, 1999.

PINHEIRO, Armando Castelar e SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais-fundamentos e técnicas*. 3^a.ed.. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades anônimas*. Vol 1 . 5^a. Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1999.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading-regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RÁO, Vicente. *O direito e a vida dos direitos*. São Paulo: Max Limonad, 1952.

REALE, Miguel. *Lições Preliminares de direito*. São Paulo: Editora Saraiva, 1995

_____. *Introdução à filosofia*. São Paulo: Saraiva, 1989.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 1^o.vol. São Paulo: Editora Saraiva, 2005.

_____. *Curso de direito comercial*. 2^o vol. São Paulo: Editora Saraiva , 2005.

RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligencia dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

RIPERT, Georges. *A regra moral nas obrigações civis*. Campinas: Bookseller Editora, 2000.

ROCHA, Maria Victória Rodrigues Vaz Ferreira da. *Aquisição de ações próprias no código das sociedades comerciais*. Coimbra: Livraria Almedina, 1994.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001.

RUIZ, Emilio Díaz. Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo. *Revista de Derecho Mercantil n. 263, enero-marzo 2007*. Madrid, 2007.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito empresarial*. São Paulo: Malheiros Editores, 1998.

SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Responsabilidade civil no código do consumidor e a defesa do fornecedor*. 2^a. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2007.

SANTOS, Boaventura de Sousa. A crítica da governação neoliberal: o fórum social mundial como política e legalidade cosmopolita subalterna. *Revista Crítica de Ciências Sociais*. Universidade de Coimbra, n. 72. p. 7/44.

SANTOS, Gonçalo Castilho dos. O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes. *Direito dos Valores Mobiliários vol. V*. Coimbra: Coimbra Editora, 1999

SILVA, Plínio Marcos de Sousa. O comércio eletrônico e as operações bancárias *in Direito bancário e temas afins*. Campinas/SP: CS Edições Ltda, 2003.

SIMÃO FILHO, Adalberto. *A nova sociedade limitada*. Barueri-SP: Manole, 2004.

SOARES, Guido Fernando Silva. *Curso de direito internacional público*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

SOUTO, Cláudio. SOUTO, Solange. *Sociologia do direito*. Rio de Janeiro: Ltc/Edusp, 1981.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. *Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Atlas S/A, 2005.

SROUR, Robert Henry. *Ética empresarial: a gestão da reputação*. 2^a.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. *Introdução ao mercado de capitais brasileiro*. Campinas,SP: Editora Lucre, 1997.

VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito civil-teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. Quinta edição. São Paulo: Editora Atlas, 2005.

VIVANTE, Cesare. *Instituições do direito comercial*. Sorocaba: Editora Minelli, 2007.

WALD, Arnold. Trinta anos da lei do mercado de valores mobiliários no Brasil. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais n. 34 out-dez/2006*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

_____. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais n. 32 abr-jun/2006*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

_____. *Comentários ao novo código civil-livro II – do direito de empresa: arts 966 a 1195-volume XIV*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005. p. 29.

WAMBIER, Luiz Rodrigues. *Sentença civil-liquidação e cumprimento*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

ZAVASCKI, Teori Albino. *Processo coletivo-tutela de direitos coletivos e tutela coletiva de direitos*. 2ª.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.