

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS – CCJ  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS JURÍDICAS**

**ANDREA COSTA DO AMARAL**

**MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: APLICAÇÃO DOS  
PRINCÍPIOS CONTRATUAIS ÀS RELAÇÕES EXISTENTES ENTRE  
AS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO E OS INVESTIDORES**

**JOÃO PESSOA - PB  
2010**

**ANDREA COSTA DO AMARAL**

**MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: APLICAÇÃO DOS  
PRINCÍPIOS CONTRATUAIS ÀS RELAÇÕES EXISTENTES ENTRE  
AS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO E OS INVESTIDORES**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito Econômico do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal da Paraíba, como exigência para a obtenção do título de Mestre em Direito.

**Orientador:** Prof. Dr. Fernando Antônio de Vasconcelos

**Área de concentração:** Direito Econômico

**Linha de pesquisa:** Estado, Mercado e Sujeitos Sociais: jurisdição e economicidade

**JOÃO PESSOA  
2010**

**ANDREA COSTA DO AMARAL**

**MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: APLICAÇÃO DOS  
PRINCÍPIOS CONTRATUAIS ÀS RELAÇÕES EXISTENTES ENTRE  
AS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO E OS INVESTIDORES**

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. Fernando Antônio de Vasconcelos**  
(Orientador)

---

**Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Belinda Cunha**  
Avaliador Interno - UFPB

---

**Prof. Dr. Yanko Marcius de Alencar Xavier**  
Avaliador Externo - UFRN

**JOÃO PESSOA**  
**2010**

**Dedico o presente trabalho aos que buscam se aprofundar, de alguma maneira, neste tema tão importante da economia, de forma que os leitores possam entender os fundamentos e regulações básicas do mercado de capitais.**

## AGRADECIMENTOS

É concluída mais uma etapa. Um momento tão esperado já finda dando azo a novos desafios. Aproveito este ensejo para registrar meus sinceros agradecimentos.

Inicialmente, sou grata a Deus, pela vida, saúde, família e trabalho, assim como todas as demais conquistas que tive em minha jornada;

Eterna gratidão aos responsáveis pelo meu alento moral e intelectual, rochas sobre as quais edifico minha carreira: meu pai e minha mãe;

À minha família como um todo, por sempre confiar em mim, muitas vezes até quando eu mesma não confiava, fazendo-me ter vontade de crescer sempre mais e, principalmente, ao meu tio Arnaud, que me incentivou e é meu exemplo como grande referencial acadêmico;

Ao professor Doutor Fernando Antônio de Vasconcelos, por me privilegiar com a acolhida como sua orientanda, e pela simpatia, amizade e direção no tema abordado;

Em especial, ao meu grande amigo Ricardo Medeiros, amizade mais do que sincera e gratuita, que no decorrer desses dois anos me apoiou, acompanhou nos momentos que pensei que não ia conseguir, me mostrou o quanto eu era capaz além de diariamente me lembrar que deveríamos vencer essa etapa juntos. Obrigada pelo companheirismo e por sua amizade, inclusive me levando para o seio de sua família.

Aos amigos, colegas de sala e demais professores do Mestrado em Ciências Jurídicas da UFPB, pela imensa contribuição dada ao meu crescimento intelectual e que sempre vão representar, na sua cota-parte, os degraus que consegui ultrapassar nessa pós-graduação, que servirão para atingir mais um de meus objetivos profissionais, que é a Docência.

Ao meu sócio, Nildeval Chianca Jr., e aos meus funcionários, Camilla, Ana Esther, Paula, Wladimir, que nesses últimos meses, para a conclusão do presente trabalho, fizeram o possível para “segurar as pontas” quando da minha ausência.

**“O Mercado de Capitais possui dimensão global e de interesse internacional, juridicamente, com descobertas a serem feitas, assim, devem os investidores acautelarem-se para evitar danos patrimoniais”**

**(Andréa Amaral)**

## RESUMO

Podemos dizer que os mercados de valores mobiliários e de capitais cresceram e tomaram proporções inimagináveis dentro do processo de globalização e crescimento econômico. Nesse contexto, necessário que o investidor entenda como se realizam as negociações nesse mercado específico, assim como se existem e quais são as formas de proteção de seu futuro investimento. O Estado, para garantir segurança ao Investidor, no Brasil, criou a Comissão de Valores Mobiliários, que funciona como agência reguladora, fiscalizando e regulando tudo o que ocorre no mercado de capitais, e ainda atua de forma sancionadora, aplicando punições, quando ocorrem ilícitos nesse mercado. Existe uma auto-regulação desse mercado específico, com regras e requisitos a serem seguidos. No presente trabalho, estudamos as regras e requisitos que dizem respeito às Empresas que abrem o capital e os investidores quando estão em busca de investimento. Afirmamos que a relação existente entre investidor e a empresa que abre o capital, é de um contrato. Dessa forma, por ser uma relação contratual, defendemos no presente trabalho que devem ser aplicadas as regras e princípios que regem o direito contratual civil brasileiro, e não apenas a auto-regulação do Mercado de Capitais. Isso porque, quando houver, na prática, conflitos a serem resolvidos, o Judiciário, além da legislação específica desse mercado, poderá se utilizar da princiologia e de regras norteadoras dos contratos no direito civil, mesmo que as relações entre investidor e empresa que abrem o capital sejam de caráter internacional. Esta pesquisa serve para amparar o investidor, que poderá ter a seu favor as regras e princípios norteadores das relações contratuais, já que seu investimento também é caracterizado como um contrato.

**Palavras-chave:** Mercado de valores mobiliários. Investidores. Empresa de Capital Aberto. Princípios Contratuais. Contrato.

## ABSTRACT

We can say that the real state and the stock markets have increasingly grown and taken unimaginable proportions in a globalization process and economic growth. In this context the investor needs to comprehend how businesses are done in this specific market, as well as if there is any or what are the protection norms for his future investment. In order to guarantee protection for the investor, Brazilian State created the Real State Stock Exchange Commission, which represents a regulatory agency for the sector which surveys and regulates everything concerned to the stock market and yet plays a sanctioning role when illicit conducts are perpetrated in these matters. There is a specific auto-regulatory system that concerns to this market with its own rules and following procedures. In the present work we studied the rules and requisites that are concerned to the companies that open their shares in the stock market exchange and the investors who seek for these shares. We assure that the relationship between the investor and the company that wishes to open its capital has a contract based nature. Thus, as a contractual relationship, we understand in this work that not only the real state stock market auto-regulation rules, but the rules and principles of the brazilian contractual and civil law should be also applied in these matters. This whole conception brings up the importance of the theme as the related judicial conflicts emerge and both set of rules can be used to solve them as well. Even if the contractual relationship between the investor and the companies has international patterns, either the real state auto-regulation rules or the brazilian civil law, rules and principles can be used to solve their conflicts in the judiciary level. Finally, this research stands for the investor who seeks to achieve the proper legal protection as his investment can now be seen as a real contract with all its terms, principles and characteristic rules.

**Key Words:** Real State Stock Market. Investors. Open Share Companies. Contractual Principles. Contract.

## **LISTA DE SIGLAS**

**BACEN** – Banco Central do Brasil

**CVM** - Comissão de Valores Mobiliários

**CMN** - Conselho Monetário Nacional

**S/A** - Sociedades Anônimas

**SFE** - Superintendência de Fiscalização Externa

**SFN** - Sistema Financeiro Nacional

**PFE-CVM** - Procuradoria Federal Especializada da CVM

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>CAPÍTULO 1 - GLOBALIZAÇÃO E CONSIDERAÇÕES INICIAIS SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>15</b>
1.1 GLOBALIZAÇÃO E LOCALIZAÇÃO DO TEMA EM ESTUDO.....	15
1.2 CRESCIMENTO ECONÔMICO E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	18
1.3 CONSIDERAÇÕES INICIAIS SOBRE O MERCADO MOBILIÁRIO.....	20
<b>CAPÍTULO 2 - PRINCIPIOLOGIA E VALIDADE DO CONTRATO, REFLEXOS DOS PRINCÍPIOS NO MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>27</b>
2.1 VISÃO HISTÓRICA.....	27
2.2 CONCEITUAÇÃO DE CONTRATO.....	30
2.3 REQUISITOS PARA VALIDADE DO CONTRATO.....	32
2.4 MODERNA PRINCIPIOLOGIA DOS CONTRATOS.....	34
2.4.1 Autonomia da vontade.....	34
2.4.2 Liberdade contratual.....	36
2.4.3 Força obrigatória dos contratos.....	37
2.4.4 Boa-fé-objetiva.....	40
2.4.5 Princípios sociais do contrato e função social .....	45
2.4.6 Dirigismo contratual.....	48
2.4.7 Equivalência material dos contratos.....	50
2.4.8 Da Ssolidariedade contratual.....	51
2.4.9 Da Dignidade contratual.....	54
2.4.10 Da Justiça contratual.....	55
2.5 A MANIFESTAÇÃO DA VONTADE NA FORMAÇÃO DOS CONTRATOS E A OFERTA.....	57
2.5.1 A Manifestação da vontade.....	58
2.5.2 A Oferta.....	59
2.6 REFLEXOS DA PRINCIPIOLOGIA DOS CONTRATOS NO MERCADO DE CAPITAIS.....	61

<b>CAPÍTULO 3 - MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>64</b>
3.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E CONTEXTUALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	64
3.2 LEGISLAÇÃO E REGULAÇÃO ESPECÍFICA DO MERCADO DE CAPITAIS.....	70
3.2.1 Da Função fiscalizadora da CVM.....	76
3.2.2 Do Poder sancionador da CVM.....	78
3.2.3 A CVM e o poder judiciário.....	79
3.3 CONTRATAÇÕES E TIPOS DE NEGOCIAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS.....	80
3.3.1 Empresa emissora de ações – capital.....	81
3.3.2 As Bolsas de valores.....	88
 <b>CAPÍTULO 4 - FORMAS DE PROTEÇÃO AO INVESTIDOR.....</b>	 <b>93</b>
4.1 PROTEÇÃO DO INVESTIDOR – CONTRATANTE.....	93
4.1.1 Requisitos necessários para participação no mercado de capitais.....	95
4.1.2 Política de divulgação de informações ( <i>disclosure</i> ).....	98
4.1.3 Registro de companhia aberta.....	102
4.1.4 Registro de oferta pública de distribuição de valores.....	106
4.2 UTILIZAÇÃO DE PRINCÍPIOS CONTRATUAIS DO CÓDIGO CIVIL E A RESPONSABILIDADE PELOS ILÍCITOS PRATICADOS.....	117
4.3 PAPEL DO JUDICIÁRIO NA SOLUÇÃO DOS CONFLITOS NO MERCADO DE CAPITAIS.....	120
 <b>CONSIDERAÇÕES.....</b>	 <b>123</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>125</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>129</b>

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho trata sobre as relações existentes no Mercado de Capitais, especificadamente, entre as empresas de capital aberto e os investidores, uma vez que o comércio de valores mobiliários desenvolveu todo um processo de controle com o objetivo de criar mecanismos para regular, disciplinar, fiscalizar e ter poder sancionador dentro das relações entre os investidores e as empresas.

Nesse sentido, as empresas que pretendem negociar as suas ações no mercado de capitais teriam que adotar as regras criadas na auto-regulação do mercado, regras estas que possuem uma dimensão supra nacional e seguem padrões muito parecidos aos de outros países, como, por exemplo, EUA e países da Europa.

A relação que passa a existir entre o investidor e o emissor de títulos, entendemos ser meramente contratual. Diante disso, supomos haver ligação entre as relações existentes no mercado de capitais, especificamente entre o investidor e a empresa emissora de ações com os princípios e normas norteadores dos contratos como um todo. A preocupação da auto-regulação de preservar os investidores é a mesma existente entre os contratantes no nosso sistema contratual.

Nesse contexto, é mister elucidarem-se alguns fatores que envolvem as partes que compõem a relação entre investidor e empresa. A questão que motivou a pesquisa, nesse caminho, envolve o estudo das relações existentes no Mercado de Capitais, voltando-se àquelas entre as empresas que abrem seu capital e os investidores, que se tornarão acionistas, equiparando-se tais relações, pressupomos, com as existentes para um contrato, acolchoado de regras e princípios a serem seguidos.

Como hipótese, em face do questionamento a ser levantado, parte-se da ideia de que a relação que se estabeleceu entre as partes no mercado de capitais possui características de um contrato. Assim, a partir dessa tese, a pesquisa pretende: a) estudar e compreender os princípios que estariam dando base a esse contrato, analisando quais vínculos/obrigações traria ao “contratante” e ao “contratado”; b) e avaliar, através de uma análise comparativa, se a auto-regulação do mercado de capitais pode obedecer às regras e princípios norteadores do Direito Contratual Brasileiro.

Partindo da concepção de que o direito contratual possui regras e princípios norteadores, a pesquisa tem a preocupação de perquirir a realidade das regras do Mercado de Capitais e de verificar se essas regras contrariam esses princípios e/ou regras, ou se podem complementar-se; finaliza-se com uma abordagem sobre como o Judiciário poderia se valer desse conjunto de normas específicas do mercado e as do direito contratual.

Nesse contexto, demonstraremos que, embora exista uma auto-regulação nesse tipo de mercado, as relações existentes no Mercado de Capitais, em estudo, na ausência de regulação, ou até mesmo de forma concomitante, pode o investidor se valer das regras e princípios constantes em nosso Direito Contratual pátrio, e não só das regras contidas nas resoluções da Comissão de Valores Mobiliários, para dirimir conflitos da relação.

O estudo que desenvolveremos, a nosso ver, é de grande relevância, vez que pretende investigar como se dão as relações nesse importante segmento da economia nacional representado pelo Mercado de Capitais. A pesquisa proposta, no âmbito do Direito Econômico, justifica-se na medida que pretende contribuir para uma reflexão sobre os regramentos que norteiam o Mercado de Capitais, suas confluências e divergências com o ordenamento jurídico pátrio, em um momento em que o país atravessa um cenário muito propício ao rumo do crescimento e do desenvolvimento econômico, a despeito da crise que se instalou no âmbito mundial.

Para atingir o objetivo proposto, sentimos a necessidade de: a) realizar um estudo sobre o Mercado de Capitais e suas regras de auto-regulação; b) verificar se a auto-regulação do Mercado de Capitais está diretamente relacionada com a política neoliberal, no sentido de deixar a cargo do mercado sua regulação sem a intervenção, ou intervenção mínima, do Estado; c) analisar quais impactos que essa auto-regulação pode trazer ao nosso sistema jurídico e aos investidores nacionais (segurança jurídica); d) desenvolver um comparativo entre o “contrato” existente nas operações do Mercado de Capitais e os contratos existentes no Direito Civil; e) examinar como se dá a proteção jurídica do Mercado de Capitais e as consequências para o Direito dos Contratos, verificando o impacto no ordenamento e identificando os conflitos (ou não) com o nosso Direito; f) e investigar o amparo jurídico sobre a questão de emissão de ações e de títulos, posto que existe um acautelamento, uma previsão contra o risco.

A pesquisa a ser utilizada no presente trabalho é composta por fases concomitantes e complementares: a pesquisa bibliográfica é a principal fonte de investigação - a partir de obras de Direito Constitucional, Econômico, Administrativo e Internacional, incluindo os tratados da Ciência Econômica, sem esquecer a análise do Direito estrangeiro. Sobre a pesquisa bibliográfica, esta abrange aquela já tornada pública em relação ao tema de estudo, desde publicações avulsas, boletins, jornais, livros, pesquisas em dissertações e teses etc. Entende-se que esse tipo de pesquisa oferece meios para definir e resolver não somente problemas já conhecidos, como também explorar novas áreas onde os problemas não se cristalizaram suficientemente.

Como sistemática de análise, inicialmente observamos os fatos para, assim, tecermos um estudo aprofundado de determinados fatos sob o aspecto do Direito Econômico em comparação com o Direito Contratual, tendo como resultado um estudo sobre o impacto desse novo mercado em nosso sistema.

Como referenciais teóricos para produção do presente trabalho, adotam-se as contribuições de Eizirik, Gaal, Parente e Henriques, na obra *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, onde se expõem detalhadamente as noções introdutórias sobre o mercado de capitais, sua regulação, princípios e objetivos, criação e evolução da Comissão de Valores Mobiliários, deveres e responsabilidades dos administradores das sociedades com capital aberto e sobre os ilícitos administrativos e penais no mercado de capitais.

Outros teóricos também se mostraram de grande valia em nossas pesquisas: o estudo de Dubeux sobre Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro também foi de grande relevância; Chediak, Alvarez, Bocater e Piazza ajudaram como referencial no ponto sobre a auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, momento este que será discutido em capítulo específico; outros como Rizzardo, Santa'anna, Sidou, Jung, Hirts, Carvalhosa, Yazbek, Cusciano, Sano, entre outros, foram de inestimável contribuição teórica para as reflexões acerca do mercado de capitais, principalmente por ser escassa a doutrina sobre esse assunto.

Para uma explicitação mais didática possível das ideias aqui apresentadas, a presente dissertação é composta de cinco capítulos: no primeiro capítulo, iniciaremos com algumas considerações sobre o mercado de capitais e o seu contexto na globalização; no segundo capítulo, demonstraremos a principiologia e as

regras inerentes aos contratos - e importantes para sua validade -, dentro do direito contratual brasileiro, finalizando com o reflexo dessas regras e o mercado de capitais; no terceiro, faremos uma explanação conceituando o Mercado de Capitais, sua regulação e legislação específicas, e o tipo de contratação e negociações no Mercado de Capitais - objeto de nosso estudo; no quarto capítulo, examinaremos as formas de proteção ao investidor pela Comissão de Valores Mobiliários, apresentaremos os requisitos necessários para participação das empresas nesse mercado, a proteção ao Investidor, o papel estatal, estabelecendo um comparativo dessa auto-regulação com os princípios e regras existentes no direito contratual brasileiro – neste momento, abordaremos o papel do Estado e do Judiciário para dirimir os conflitos, podendo-se fazer uso, de forma concomitante, das regras e princípios do direito contratual brasileiro em favor do investidor-contratante.

Por fim, apresentaremos nossas considerações sobre a pesquisa desenvolvida, demonstrando como o Judiciário pode se posicionar diante dos problemas ocorridos nesse mercado. Utilizaremos, para dirimir os conflitos, tanto a legislação específica do Mercado como as regras e princípios contratuais do Direito Civil Brasileiro, mais precisamente, as relativas a investidor e empresa de capitais aberto emissora de capital, tudo com o objetivo de fornecer maior proteção e segurança ao investidor/contratante.

# CAPÍTULO 1

## GLOBALIZAÇÃO E CONSIDERAÇÕES INICIAIS DO MERCADO DE CAPITALIS

Iniciaremos o trabalho fazendo algumas considerações sobre a Globalização, seu impacto na economia e a ligação desse fenômeno no Mercado de Valores Mobiliários. Em seguida, teceremos observações sobre os Mercados de Valores Mobiliários e de Capitais, no intuito de aclarar o leitor sobre o tema em estudo.

### 1.1 GLOBALIZAÇÃO E LOCALIZAÇÃO DO TEMA EM ESTUDO

Segundo Paul Hirst<sup>1</sup>, a economia mundial internacionalizou suas bases dinâmicas e é dominada por forças do mercado global incontrolável. Neste, as vantagens do mercado imperam e essa economia internacional tornou-se ou está se tornando globalizada.

Embora não seja objeto do nosso estudo, sobre as características e o histórico de como nasceu a globalização pode-se dizer que é uma forma sintética de nos referirmos a um fenômeno muito amplo e complexo: o das transformações contemporâneas do sistema capitalista. Globalização significa, nos dizeres de Fernando Herren Aguilar<sup>2</sup>, um fenômeno econômico de busca de conquistas de mercados sem restrições às fronteiras nacionais; um fenômeno político da crescente interdependência entre os países; um fenômeno tecnológico da revolução da informática e das telecomunicações; e um fenômeno financeiro dos investimentos especulativos, causando simultaneamente a reestruturação dos agentes econômicos, a transformação do papel do Estado e do direito em todos os países envolvidos.

---

<sup>1</sup> HIRST, Paul; THOMPSON, Grahame. *Globalização em questão*. A economia internacional e as possibilidades de governabilidade. 3.ed. Petrópolis: Vozes, 2001. p. 303.

<sup>2</sup> AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito Econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. São Paulo: Atlas, 2006.

Alguns autores, como Paul Hirst<sup>3</sup>, sustentam que o fenômeno da globalização não é novo, embora tenha recentemente se desenvolvido de maneira estrondosa. As políticas colonialistas do século XV em diante são formas evidentes de como tudo caminhou para a globalização: os países europeus lutavam por novos mercados e por novos centros de produção para as metrópoles. Outros afirmam que, desde o início, o capitalismo passou a ser o modo de produção dominante na economia ocidental, atribuindo tal fato ao final do século XIX, quando houve a criação da economia global única, com uma rede cada vez mais densa de transações: nunca houve tanta circulação internacional de bens, serviços e capitais; nunca houve tanta dependência econômica entre os países na produção de bens e serviços; nunca houve mercados tão amplos a serem explorados pelas empresas.

O domínio universal do capitalismo tende a transcender a lógica de um sistema interestatal e passa a ser caracterizado por uma lógica de rede transnacional. A globalização, antes de tudo, é um processo de diminuição das fronteiras físicas e reguladoras que obstaculizam a acumulação do capital em escala mundial.

A globalização, segundo Eric Hobsbawm<sup>4</sup>, é um dos frutos da liberalização dos mercados nacionais, da abertura ao comércio e aos investimentos internacionais por meio da flexibilização das suas barreiras alfandegárias. As pressões hoje existentes para a liberdade do comércio internacional são extraordinariamente maiores do que qualquer outro momento histórico. O liberalismo econômico, ou seja, a política econômica estatal, de atribuir ao empreendedor privado o papel de liderança na distribuição e alocação de riquezas, deixou de ser uma política interna para se tornar internacional.

Nesse contexto, a economia mundial, de forma geral, vem sofrendo várias transformações devido à globalização ocasionada pelo avanço dos mercados. A principal transformação advinda da globalização consiste na adaptação do mercado aos diversos segmentos e operações econômicas surgidas ao longo do tempo. O mercado de capitais insere-se nesse contexto de operações econômicas.

Um aspecto singular e importante da globalização é que as operações empresariais cresceram e excederam as fronteiras nacionais. Isso permitiu que

---

<sup>3</sup> HIRST, Paul. Globalização: Mito ou Realidade? In: FIORI, José L. et al. (Orgs.). *Globalização: o fato e o mito*. Rio de Janeiro: EDUERJ, 1998.

<sup>4</sup> HOBBSAWM, Eric. *Era dos impérios: 1875 - 1914*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

fosse criada uma rede com grande dimensão, que se move com volume e rapidez crescente, proporcionando empregos e motivando os setores situados na vanguarda do desenvolvimento.

Foram várias as causas que proporcionaram esse avanço e que ditaram essas tendências para o mercado: o aumento da procura dos consumidores por produtos financeiros, que passaram a exigir mais sofisticação; o próprio mercado local, que não podia atender às necessidades em termos de volume, prazos e preços, o que implicou, para esse mesmo mercado, buscar mercados internacionais; a revolução tecnológica e o extraordinário avanço dos meios de comunicação ocorridos nos últimos anos, que possibilitaram grande desenvolvimento das transações com capitais; o afrouxamento e, posteriormente, a abolição dos controles de câmbio sobre os fluxos de capital das economias; e a falta de recursos dos governos, que acabou com o sistema “intervencionista” e iniciou o processo do chamado “neoliberalismo”, com o retorno da visão de mercado<sup>5</sup> - deixava-se a produção cada vez mais a cargo das necessidades do mercado, com uma intervenção mínima do ente Estatal.

Nesse quadro de desenvolvimento e mudanças, o sistema financeiro dos países também sofreu transformações. Tem-se, como sistema financeiro de um país, um conjunto de instituições, instrumentos e mercados agrupados de forma harmônica, com a finalidade de canalizar a poupança das unidades superavitárias até o investimento demandado pelas deficitárias<sup>6</sup>.

A relação entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico assumiu, nos últimos quinze anos, papel central nas tentativas de explicação das diferentes taxas de crescimento dos países. Inúmeros estudos procuraram nos últimos anos sustentar, por meio de investigações empíricas, que um sistema financeiro eficiente impacta diretamente as taxas de crescimento.

Em linhas gerais, o argumento segundo Beck<sup>7</sup> é que:

o sistema financeiro decide quem fica e usa a poupança da sociedade e isso tem implicações decisivas para alocação de

---

<sup>5</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais – Fundamentos e Técnicas*. São Paulo: Atlas, 2007.

<sup>6</sup> Ibid.

<sup>7</sup> BECK, T.; LEVINE, R. Industry growth and capital allocation: does having a market-or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, 2001b, p. 484.

recursos, melhorias de produtividade e crescimento econômico, portanto, lonh-run (tradução nossa)<sup>8</sup>.

A justificativa para o desenvolvimento do sistema financeiro é que, em determinado momento, algumas unidades econômicas gastam menos do que o que ingressa, diferindo temporalmente seu consumo (poupam). Outras, pelo contrário, gastam acima de seus ingressos, antecipam seus consumos e devem solicitar recursos emprestados no mercado.

## 1.2 CRESCIMENTO ECONÔMICO E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Nesse contexto, muito se discutiu acerca da correlação entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico. Segundo Flora Pinotti Sano<sup>9</sup>, seria possível falar em uma via de mão dupla na relação de tais setores, uma vez que, ao mesmo tempo em que o cenário macroeconômico mundial afeta fortemente o desempenho dos ativos negociados nas bolsas de valores, o crescimento do mercado de capitais também influencia positivamente o desenvolvimento das demais esferas da economia, seja, por exemplo, via crescimento das empresas listadas nesse mercado, ou via aumento de possibilidades de financiamento.

Devemos ter em mente que não há crescimento econômico sustentado sem mercado de capitais forte. A principal função do mercado de capitais seria a de transformar poupança em investimento, transferindo recursos para o setor produtivo da economia<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Texto original: “the financial system decides Who gets to use society’s savings and this has decisive implications for resource allocation, productivity enhancements, and hence lonh-run economic growth”.

<sup>9</sup> SANO, Flora Pinotti. O modelo de supervisão baseada em risco e o papel da auto-regulação. *Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. Prêmio Bovespa – Direito GV 2008. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 03-04.

<sup>10</sup> CUSCIANO, Dalton Tria. A importância da auto-regulação para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliário brasileiro. *Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. Prêmio Bovespa – Direito GV 2008. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 77.

O desenvolvimento do mercado de capitais, como já enunciava Reis Velloso<sup>11</sup>, faz parte dos fundamentos da economia e deve ser prioridade para os setores privados e públicos.

Segundo Cusciano<sup>12</sup>, existe uma relação direta entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico por meio do aumento da eficiência na alocação de recursos no mercado, com a geração e a expansão da liquidez e da transferência de recursos entre setores com menor retorno para setores com maior rentabilidade.

Dentre as várias funções do mercado ligadas ao crescimento econômico, temos a possibilidade de uma ágil e eficiente mobilidade da poupança, admitindo-se que seja convertida em valores mobiliários, ou que tais valores possam ser transformados em ativos financeiros de maneira rápida e eficiente. Ademais, o desenvolvimento do mercado levará à atuação de um maior número de agentes e, conseqüentemente, a uma melhor qualidade das informações, o que gera maior alocação de poupança. Uma maior qualidade de informações significa mais transparência e, portanto, garante uma maior eficiência dos mecanismos de monitoramento dos administradores de recursos, fazendo com que menos poupança seja desperdiçada por má administração<sup>13</sup>.

Em ato contínuo, também pode ser analisada como uma facilitadora de trocas de bens e serviços, reduzindo custos de transação na mobilização dos insumos da produção e das tecnologias de produção disponíveis. Isso promove a especialização, inovação tecnológica e crescimento econômico ou, ainda, uma relação mobilizadora de poupança, possibilitando que alguns projetos que precisem de muitos investidores sejam viabilizados, assumindo uma escala ótima e, via de conseqüência, apresentando resultados mais eficientes.

Logo, pode-se dizer que o mercado de capitais se apresenta como um dos principais indutores do crescimento, uma vez que oferece maior liquidez aos investimentos de longo prazo, estimulando empreendedores e disciplinando a administração das empresas. Além disso, o mercado de capitais democratiza oportunidades, acelerando o crescimento pela redução de vazamentos (ativos não produtivos) e aumentando a eficiência dos investimentos.

---

<sup>11</sup> REIS, João Paulo Velloso. *Mercado de capitais, a saída para o crescimento*. São Paulo: Lazuli, 2002 (Série Abamec).

<sup>12</sup> CUSCIANO, Dalton Tria. Loc. Cit.

<sup>13</sup> Loc. Cit.

Nesse contexto, podemos dizer que a importância do mercado de capitais para o crescimento da economia é uma conclusão inescapável, vez que, sendo o mercado de capitais uma fonte de liquidez e de recursos, o mesmo pode ser usado para desenvolvimento de projetos inovadores e facilitador de investimentos em tecnologias redutoras de custos, aumentando a competitividade das empresas.

Ademais, nesse mercado, existe a possibilidade de fusões e outras reorganizações societárias que geram sinergias e democratizam oportunidades, acelerando o crescimento pela redução de vazamentos. Isso permite um maior monitoramento dos administradores das empresas que atuam de forma mais eficiente e transparente, facilitando que a poupança seja alocada de forma mais eficiente, além de viabilizar a transferência da poupança de maneira ágil<sup>14</sup>.

### 1.3 CONSIDERAÇÕES INICIAIS SOBRE O MERCADO MOBILIÁRIO

Sobre o mercado financeiro, é importante enfatizarmos que a empresa em fase de crescimento necessita de recursos financeiros para financiar seus projetos de expansão. Mesmo que o retorno oferecido pelo projeto seja superior ao custo de um empréstimo, o risco do negócio recomenda que exista um balanceamento entre o financiamento do projeto com recursos externos e próprios.

Dentre as fontes de financiamento para as empresas com capital próprio, têm-se duas possibilidades: o aporte de capital dos atuais sócios e a abertura de capital. Esse tipo de financiamento - que será, em momentos posteriores, mais bem explicitado - melhora o indicador econômico-financeiro das empresas. Trata-se de uma atividade que chamamos de mercado de valores mobiliários.

Nelson Eizirik<sup>15</sup> conceitua o mercado de valores mobiliários como subsistema do mercado financeiro, e ainda como sendo o lugar:

em que são realizadas operações que não têm a natureza de negócios creditícios, mas que visam canalizar recursos para as empresas, basicamente através do capital de risco, mediante a emissão e distribuição pública de ações.

---

<sup>14</sup> Ibid., p. 81.

<sup>15</sup> EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*. Renovar, Rio de Janeiro, 1997. p. 136.

Muito se discutiu até hoje acerca da correlação entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico. Nesse sentido, é possível falar em uma via de mão dupla na relação entre tais setores, pois, ao mesmo tempo em que o cenário macroeconômico mundial afeta fortemente o desempenho dos ativos negociados nas bolsas de valores, o crescimento do mercado de capitais também influencia positivamente o desenvolvimento das demais esferas da economia.

Dessa forma, por mais que o desempenho do mercado de valores mobiliário seja um forte indicativo do fortalecimento de determinado ambiente de negócios alternativos, este desempenho deve ser fundamentado, basicamente, em políticas macroeconômicas e reformas estruturais que tenham o propósito de fortalecer o ambiente econômico como um todo.

É de extrema importância um ambiente econômico estável para se atrair investimentos e recursos para os mais variados setores de uma economia, inclusive no mercado de capitais. A estabilidade das regras que governam tal sistema e a certeza de sua aplicação figuram como aspectos fundamentais para um crescimento em sentido mais amplo, ou, em outras palavras, para um crescimento do mercado de capitais local.

A fim de desenvolver o mercado de capitais, é necessário não só atrair um grande volume de capital, mas também enfrentar desafios como: a intermediação de assimetrias de informações entre agentes participantes; a garantia da eficiência do sistema, especialmente no cumprimento e liquidação das obrigações, garantindo segurança ao investidor; a implementação de princípios de governança corporativa, notadamente via divulgação de informação, que propiciem a proteção de acionistas e do mercado como um todo; a postura do judiciário quanto ao seu posicionamento frente a problemas oriundos desse mercado; entre outros. O mercado de capitais pode ajudar a fortalecer a economia, possibilitando a geração de riquezas, a criação de postos de trabalho e o aumento da arrecadação de tributos pelo Estado.

No Brasil, o cenário econômico atual acentua a importância do mercado de capitais. Diferentemente das décadas de 50, 60 e 70, quando o Estado tinha evidente capacidade de investimento, vivemos uma época marcada pela crise fiscal dos governos e, conseqüentemente, pela restrição da sua capacidade de investimento. Logo, uma vez que as empresas não podem mais contar com crédito

fácil ou com subsídios governamentais para financiar suas atividades, só lhes resta recorrer ao mercado bancário ou ao mercado de capitais<sup>16</sup>.

Além disso, como já dito, o cenário mundial é de globalização, interdependência dos mercados e de concentração da poupança nas mãos dos investidores privados. Nesse contexto nacional e internacional, faz-se importante que o Brasil tenha um mercado de capitais eficiente e com credibilidade, capaz de atrair para as empresas brasileiras investimentos perenes e duradouros, sejam investimentos internos, ou mesmo internacionais. Para tanto, é de inestimável importância a regulação da Comissão de Valores Mobiliários, pois a eficiência e a credibilidade do nosso mercado dependem, em grande medida, do sucesso da regulação exercida pela entidade.

Como dito, no Mercado de Capitais, mais precisamente com as Empresas que negociam suas ações, são efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócios creditícios, mas visam a canalizar recursos para entidades emissoras através do capital de risco, que se dá mediante emissão pública de valores mobiliários.

Dessa forma, uma das funções econômicas essenciais do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento, ou mesmo para alongar os prazos de suas dívidas. Como não se tratam de empréstimos, a Companhia não está obrigada a devolver os recursos investidos, mas sim, a remunerá-los sob a forma de dividendos, caso apresente lucro em suas demonstrações financeiras. Por isso chamamos de mercado de "RISCO", porque os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos. Estes dependerão dos resultados dos empreendimentos econômicos desenvolvidos<sup>17</sup>.

É oportuno elencarem-se algumas características essenciais para o desenvolvimento regular e ordenado das operações no mercado de capitais: acesso limitado à negociação apenas aos membros habilitados; regras de negociação uniforme; resolução de disputa; fiscalização e elaboração de normas, dentre outras.

---

<sup>16</sup> SILVA, Francisco da Costa e. *As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.01: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências*. Forense, Rio de Janeiro, 2002.

<sup>17</sup> EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

Tais características decorrem de um sistema de venda de ações ordenado e regulamentado, afastando o funcionamento aleatório, sem quaisquer critérios.

É importante lembrar que os valores mobiliários diferem de outros bens em alguns aspectos fundamentais: primeiramente, eles não possuem um valor intrínseco, isto é, não têm valor em si (o valor de uma ação, por exemplo, depende, dentre outros fatores, de sua liquidez no mercado, das atividades desenvolvidas por sua emissora, da lucratividade que esta apresenta em um determinado período de tempo e das perspectivas futuras do nicho de negócios a que tal entidade se dedica)<sup>18</sup>; em segundo lugar, os valores mobiliários não são bens produzidos ou fabricados para serem utilizados ou consumidos, mas sim, são emitidos e depois ofertados aos investidores, que podem negociá-los no mercado secundário a preços variáveis e por um número indeterminado de vezes<sup>19</sup>.

Por constituírem bens com características tão peculiares, é fundamental que os valores mobiliários estejam disciplinados em legislação especial, uma vez que as normas do Direito Civil, Comercial, ou aquelas destinadas à proteção de consumo, não são suficientes para garantir, aos seus adquirentes, uma efetiva proteção.

Diante de todo esse aparato de negociações que gira em torno do Mercado de Capitais, faz-se necessária a existência de legislação específica sobre a matéria, e, ainda, a criação de um órgão regulamentador, disciplinador e fiscalizador desse específico segmento do Sistema Financeiro Nacional; um órgão que esteja amparado por Lei para regulamentar e formular as coordenadas de como devem funcionar suas atividades: trata-se da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Antes da regulamentação do Mercado de Capitais propriamente dito, houve, através da Lei 4.595/1964, a criação do Conselho Monetário Nacional e a disposição sobre as políticas e reformas bancárias, quando também foi criado o Banco Central do Brasil (BACEN) e dispostas as regras de como seria regido o Sistema Financeiro Nacional.

Com a necessidade de disciplinar o Mercado de Capitais, foi criada a Lei nº 4.728/1965, onde se estabeleceram medidas para o desenvolvimento do mercado. Após mais de dez anos, foi editada a Lei que regulamentou as Sociedades por Ações, e a Lei que deu origem a Comissão de Valores mobiliários – Lei nº 6.404/76 e Lei nº 6.385/76, respectivamente.

---

<sup>18</sup> SANO, Flora Pinotti. Op. Cit. .

<sup>19</sup> Ibid.

A criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) se deu no sentido de proteger os investidores, de maneira que fosse possível assegurar-lhes uma noção precisa a respeito dos títulos que estão sendo negociados no mercado, de forma que os investidores não fiquem à mercê desse mesmo mercado.

Como os valores mobiliários são ofertados ao público em geral, é importante garantir aos investidores as informações que dizem respeito à entidade emissora dos títulos e as que se referem aos papéis que estão sendo oferecidos. Dessa forma, todas as operações que envolverem títulos ou contratos que contenham valores mobiliários serão regulados e fiscalizados pela CVM, a quem cabe: a) regulamentar o que se entende por lícito e ilícito dentro do Mercado de Capitais; b) e aplicar, em cada caso concreto, as respectivas sanções.

Toda regulação econômica tem por fim enfrentar e superar as falhas do mercado, isto é, as deficiências que, por si só, o mercado não consegue superar – situações que dificultam o seu desenvolvimento. No mercado de capitais, a principal falha é a assimetria de informações entre os investidores. O pressuposto de um mercado teórico idealmente eficiente é o acesso equitativo de todos os participantes às informações sobre o próprio mercado e sobre os seus produtos<sup>20</sup>. É contra essa “falha de informação” que fundamentalmente se preocupa a CVM.

Podemos tentar descrever alguns objetivos da regulação do mercado de capitais brasileiro com a criação da CVM e todo o seu caráter fiscalizador, sancionador, etc: o primeiro objetivo seria a eficiência na determinação do valor dos títulos negociados. Eficiência, nesse contexto, significa a capacidade de reação das cotações dos valores mobiliários às novas informações sobre as companhias. Quanto mais rápida for esta reação, mais eficiente será o mercado. O ideal é que a cotação de determinado título reflita tão-somente as informações publicamente disponíveis.

O segundo objetivo da regulação seria a eficiência da transferência de títulos entre os participantes do mercado. O desejável é que os custos de transação sejam reduzidos o tanto quanto possível, sob pena de o investimento em valores mobiliários se tornar excessivamente caro e, por consequência, gerar desinteresse do investidor pelo mercado de capitais.

---

<sup>20</sup> NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução a direito econômico*. 3.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001.

O terceiro objetivo seria a equidade nas relações do investidor com o seu intermediário financeiro, devendo se preocupar em, entre outros pontos, evitar situações que o intermediário financeiro tenha interesses potencialmente contrários aos de seu cliente, situação própria de conflito (de interesses).

Um quarto objetivo, e de considerável relevância a esta pesquisa, seria a manutenção da confiança do público investidor no mercado de capitais. Com efeito, sem a confiança do investidor, não há investimento no mercado de capitais, dissipando-se por completo a sua importância. Logo, a regulação deve se mostrar capaz de demonstrar ao investidor que as informações divulgadas sobre as companhias e sobre os valores mobiliários por elas emitidos são confiáveis, bem como as instituições financeiras encarregadas das intermediações dos títulos são sólidas e possuem atuação equitativa. Deve ficar claro ao investidor que o retorno dos investimentos no mercado de capitais está relacionado apenas ao risco que ele livremente escolheu correr, e não a fatores que decorram da ineficiência do mercado.

Em vista desses objetivos, Alejandro Bugallo Alvarez<sup>21</sup> ensina que as normas reguladoras devem procurar definir: a) a prestação de informações consideradas relevantes para a efetivação das escolhas por parte dos investidores, com prévio conhecimento das vantagens e riscos dos investimentos; b) as condições de acesso ao mercado para as sociedades emissoras de valores mobiliários e intermediários financeiros; c) as regras de comportamento dos intermediários financeiros e dos administradores e controladores de companhias abertas, visando a evitar prejuízos aos investidores; d) e as condições de exercício de determinadas atividades no mercado, delimitando-se as atividades que apenas as instituições financeiras podem desempenhar.

Vários são os objetivos e formas de fiscalizar atribuídas à CVM; e tudo isso se volta para esclarecer ao investidor sobre todas as peculiaridades oriundas do mercado de capitais para que esse mesmo investidor esteja ciente de suas escolhas, por um lado; e por outro lado, para que a CVM também se volte para fiscalizar as empresas que abrem o capital, a fim de que não forneçam informações inverídicas no intuito de prejudicar os investidores, entre outros aspectos.

---

<sup>21</sup> ALVAREZ, Alejandro Bugallo. A Comissão de valores mobiliários, instância reguladora independente? *Revista Direito, Estado e Sociedade*, n. 3, Rio de Janeiro, 1993.

Os investidores contam com o poder disciplinador e sancionador da Comissão de Valores Mobiliários para a transparência e licitude nas transações. O investidor sabe que existe uma série de regras de regulamentação corporativa e societária que fazem com que ele tenha a garantia de que a administração da Companhia não utiliza os recursos indevidamente. Havendo crescimento, o investidor sabe que a Companhia, em função daquelas regras, não vai reverter o lucro em benefício próprio, e que não vai, a qualquer momento, sair do Mercado Mobiliário aleatoriamente, deixando-o no prejuízo.

O Comércio de Valores Mobiliários desenvolveu toda uma auto-regulamentação com o objetivo de criar mecanismos para regular, disciplinar, fiscalizar e possuir poder sancionador dentro das relações entre os investidores e as empresas. Nesse sentido, as empresas que quiserem ter as suas ações negociadas na bolsa de valores, nos segmentos mais atrativos para o investidor, teriam que adotar as regras criadas pelo CVM. Essas regras não são impostas, não são leis, porém, o seu não cumprimento pode implicar em não tornar atraentes, para o investidor, as ações da empresa. Não existe um poder acima das partes, do tipo estatal, por exemplo; não existe lei a ser seguida, porém, essa auto-regulamentação “faz” lei entre essas partes. É interessante destacar que essas regras têm uma dimensão supra nacional e seguem padrões que são muito parecidos com os de outros países, como nos EUA ou na Europa.

A relação que passa a existir entre o investidor e o emissor de títulos é meramente contratual e, diante disso, supomos haver ligação entre as relações aqui existentes com os princípios e normas norteadores dos contratos no âmbito civil brasileiro. A preocupação de preservar os investidores é a mesma preservação entre os contratantes no Direito Civil e a aplicação dos seus princípios e regras.

Dessa forma, nos capítulos seguintes, estudaremos a principiologia norteadora para a validade dos contratos no Direito Civil brasileiro; investigaremos como se apresentam os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro, sua auto-regulação e desenvolvimento, estrutura do mercado de capitais, a fim de, ao final, opinarmos a respeito da aplicação dos princípios para a validade dos contratos dentro do mercado de capitais.

## CAPÍTULO 2

### PRINCIPIOLOGIA E VALIDADE DO CONTRATO

Iniciaremos breves considerações sobre a principiologia e regras necessárias para que haja a validade de um contrato. Faremos esse levantamento para que, quando formos estudar os requisitos necessários para a validade da relação existente entre o Investidor e a Empresa de capital aberto, possamos estabelecer um estudo comparativo e concluirmos que, para a existência e validade da negociação no mercado de capitais, deve haver a obediência aos princípios e regras do contrato - embora sua regulação propriamente dita seja feita pela CVM e em uma formatação fora do que estamos acostumados a encontrar nos contratos de uma forma geral.

#### 2.1 VISÃO HISTÓRICA

Desde o momento histórico do aparecimento do homem existem indícios da existência do contrato, no sentido amplo. No direito, de uma forma mais primitiva, esses indícios expressam-se segundo o princípio romano *ubi societatis, ibi jus*. De fato, considerando a época em que havia agrupamento de tribos de seres humanos, presume-se que, para aquela organização, era necessária uma concordância de um determinado comportamento em que cada grupo teria suas regras comuns de convivência.

Nessa acepção, historia Fernandes<sup>22</sup>:

As primeiras permutas, de objetos por objetos, frutas, animais, utensílios e tudo mais que o homem conseguiu realizar, remontam, na história do direito, a épocas muito distantes. Na idade quaternária, quando começaram a ser ensaiadas a divisão do trabalho e a troca de serviços na vida das grutas, dos clãs, ou das tribos, o homem passou a modificar o poder de sua ação individual, que só se

---

<sup>22</sup> FERNANDES, Aducto. *O Contrato no direito brasileiro*. v. I. A. Rio de Janeiro, 1945. p. 53.

conformava naquilo que estivesse de acordo com as necessidades do grupo humano que surgia.

Já na era da civilização, autores como Arnaldo Rizzardo<sup>23</sup> lembram formas típicas de contratos quando os hebreus conheceram o instituto do contrato antes da fundação de Roma. No antigo Egito, conheciam-se formas rudimentares de contratos, uns disciplinando os casamentos, outros relativos à translação da propriedade e que se completavam em três atos: equivalentes à venda, ao juramento e à tradição. Na Grécia, o direito não teve grande brilho. Conheciam-se, desde os primórdios das cidades-estados, Esparta e Atenas, formas rudes de relações jurídicas, em especial ligadas ao casamento e aos bens materiais. Em Roma foi o local onde mais cintilou o direito.

A partir do Século V, antes de Cristo, apareceram importantes leis, como a *Lex Plaetoria*, de 490 a.C., formando o *jus civile* e o *optimum jus civium romanorum*, culminando a *Lex duodecim Tabularum*, de 303 a.C., a qual representou a vitória dos tribunos da plebe contra os representantes do patriarcado<sup>24</sup>. Foi justamente na Tábua VI que apareceu a origem da obrigação e do contrato, ao consignar a norma *cum nexum faciet mancipiumque uti lingua nuncupassit ita jus esto*. O vocábulo *nexum* exprime um elo, uma cadeia, significando, também, contrato<sup>25</sup>. O conceito de obrigação emana desta regra, induzindo a concluir que o credor poderia dispor do corpo de seu devedor no caso de inadimplemento da obrigação.

Até chegar ao *Corpus Juris Justiniano*, que representa o momento supremo do direito romano, ficou bem consolidado o conceito de contrato, que o gênio jurídico dos romanos distinguiu em três formas: a convenção, o pacto e o contrato propriamente dito. Segundo ensinava Ulpiano, a convenção era um tempo geral, que abrangia o pacto e o contrato. Definia-se o assentimento de duas ou mais pessoas para formar entre elas algum compromisso, ou para resolver, ou solucionar qualquer obrigação: “era um nome geral que compreende toda a classe de contratos, tratados e pactos de qualquer natureza”, recorda Fernandes.<sup>26</sup> O contrato referia-se às convenções previstas e reconhecidas pelo direito civil, dotadas de força obrigatória e providas de ação.

---

<sup>23</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos*. 7.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p.7.

<sup>24</sup> *Ibid.*, 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

<sup>25</sup> *Ibid.*

<sup>26</sup> FERNANDES, Adauto. *Op. Cit.*

Com o direito canônico, o contrato se firmou, assegurando à vontade humana a possibilidade de criar direitos e obrigações. Surgia o princípio do *Pacta Sunt Servanda*.

O princípio da autonomia da vontade humana foi desenvolvida pelos enciclopedistas, filósofos e juristas que precederam a Revolução Francesa e afirmaram a obrigatoriedade das convenções, equiparando-as, para as partes contratantes, à própria lei. Já Rosseau baseou o contrato com a própria estrutura estatal. O contrato não apenas se limita a criar obrigações, mas vai além, ao criar, modificar e extinguir, inclusive, os direitos reais.

Com a Revolução Industrial, a partir do Século XIX, a liberdade contratual atingiu seu ápice. Observa Buzaid que, passou a imperar<sup>27</sup>:

no contrato aquele clima de liberdade, que foi o índice marcante do pensamento jurídico democrático e da filosofia política individualista. O contrato supõe a liberdade. (...) é certo que o Século XIX foi um século de grande liberdade contratual.

Símbolo dessa supremacia contratual é o artigo 1.134, do Código Civil Francês, pelo qual “as convenções têm valor de lei entre as partes”. Dentro desse espírito dominante, admitia-se a onipotência do cidadão na administração e na disponibilidade de todos os bens, garantindo amplamente o direito de propriedade e a faculdade de contratar com todas as pessoas nas condições e de acordo com as cláusulas que as partes determinassem.

Se a consagração dos direitos políticos do homem pela Revolução Francesa levou ao despotismo econômico ou individualismo contratual, a partir da segunda metade do Século XIX, no entanto, já se notavam reações na função estatal em relação à liberdade econômica dos cidadãos. Iniciou a propagar-se a intervenção estatal como a melhor técnica de combate às ideias socialistas e ao comunismo, que se implantavam em alguns países.

O próprio socialismo levou à difusão do solidarismo no setor da economia privada. Expandiram-se as normas de ordem pública, destinadas a proteger os elementos economicamente fracos da sociedade, favorecendo o empregado, com a criação do direito do trabalho; o inquilino, com a legislação mais benévola a seu

---

<sup>27</sup> BUZOID, Alfredo. *Da Ação renovatória*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1981. p. 9.

favor sobre as locações; e, de modo geral, as classes mais humildes e os adquirentes de bens e serviços, através de inúmeras medidas de caráter assistencial e previdenciário, e de uma legislação de franca consideração em favor de tais pessoas - como o Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078, de 1990).<sup>28</sup>

Até mesmo a doutrina da Igreja Católica teve grande influência nas concepções de uma justiça social nas estruturas dos sistemas econômicos, especialmente através das encíclicas *Rerum Novarum*, *Quadragesimo Anno*, *Mater et Magistra*, *Pacem in Terra* e *Populorum Progressio*.

O Código Civil Brasileiro de 2002, embora tenha mantido o sistema do Código de 1916, introduziu novas figuras, que já vinham vigorando na prática – embora algumas fossem regulamentadas por leis especiais. Dessa forma, implantou-se um regime de maior controle sobre as disposições bilaterais das vontades entre os indivíduos. Mantém-se, em termos, a liberdade de contratar, porém, muitos contratos são examinados previamente por organismos estatais, introduzindo-se nas convenções conteúdo de direito público decorrente da lei.

## 2.2 CONCEITUAÇÃO DE CONTRATO

Existem mais de uma forma para conceituação do que seria contrato. Os romanos empregavam o termo ‘convenção’ (*pacto conventio*) sendo um significado amplo de contrato, vez que abarcava toda a espécie de acordo de vontades, fossem ou não resultados de obrigações.

No direito romano apareciam quatro tipos de contratos: os consensuais, que se formavam com o simples convencimento das partes; os reais, que dependiam da entrega da prévia da coisa para se concretizarem; os verbais, originados de uma forma solene, consistente na pergunta feita pelo futuro credor que deveria corresponder a uma resposta do devedor; e os liberais, que dependiam da forma escrita.

Percebe-se a necessidade de aproximar duas ou mais vontades para conseguir um mesmo fim ou um resultado determinado. Verifica-se que a própria origem etimológica do termo leva-nos ao vínculo jurídico das vontades, em direção a

---

<sup>28</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos*. 3. ed. Op. Cit.

um objetivo específico: *contractus*, do verbo *contrahere*, no sentido de ajuste, pacto, transação ou convenção. Em outras palavras, a ideia de um acordo entre duas ou mais pessoas para um fim qualquer.

O contrato constitui um ato jurídico, cuja finalidade visa a criar, modificar ou extinguir um direito. Segundo o que conceitua Pereira, tecnicamente, trata-se de “um acordo de vontades, na conformidade da lei, e com a finalidade de adquirir, resguardar, transferir, conservar, modificar ou extinguir direitos”, ou sinteticamente, é “um acordo de vontades com a finalidade de produzir efeitos jurídicos”<sup>29</sup>

Os contratos, pactos ou convenções possuem diversas raízes etimológicas: de "conventio", apreendemos o sentido de "vir com"; de "*contratus*", temos a noção de contrair, unir. São, de forma genérica, os sentidos atuais de uma relação obrigacional que surge dos contratos.

Em uma das fases do Direito Romano, existia o "pacto" e o "*contractus*". Através dos "*pacta*", o vínculo criava apenas obrigações naturais. As obrigações jurídicas decorriam do "*contratus*". Isso se dá igualmente em nosso direito atual: há convenções e pactos que não geram obrigações jurídicas. Estas decorrem dos contratos, que são vínculos que merecem proteção jurídica por sua importância social e por estarem atendidos os requisitos legais que lhe conferem validade.

Em nosso direito civil, os contratos são acordos feitos com base na vontade das partes e com autorização jurídica, capaz de criar, regular, extinguir ou modificar relações jurídicas de conteúdo patrimonial.

Não basta existir o pacto, o consenso ou a convenção entre as partes para que o direito reconheça a eficácia jurídica do contrato. Além dos elementos de existência do acordo, esses elementos devem apresentar requisitos para que estejamos diante de um contrato.

Entrementes, não se faz suficiente que estejam presentes as partes, consenso e o objeto como exteriorização da vontade das partes. É preciso que os sujeitos sejam capazes e legitimados; que o objeto seja lícito, possível, determinável e econômico; e que a forma de exteriorização das vontades seja prescrita em lei, ou não proibida. Esses são os requisitos de validade de todo negócio jurídico, artigo 104, do CC, como se verá.

---

<sup>29</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 10. ed, v. IV. Rio de Janeiro: Forense, 1997. p.35.

## 2.3 REQUISITOS PARA VALIDADE DO CONTRATO

A obrigação é concebida como um vínculo de direitos que ligam duas ou mais pessoas a outras ou uma relação de caráter patrimonial, que permita exigir de alguém alguma prestação. Nesses casos, as pessoas são movidas por interesses. Para disciplinar esses interesses, para possibilitar uma convivência pacífica entre as pessoas, necessário se faz implantar uma ordem, ordem esta que conterá direitos e obrigações que deverão ser cumpridos para uma possível e pacífica coexistência.

Consideram-se como requisitos extrínsecos aqueles que dão condições de validade aos contratos. Possibilitam a coincidência das vontades em torno de um assunto, levando-as a fazer estipulações dentro de uma ordem jurídica.

Segundo prevê o artigo 104, do Código Civil Brasileiro, os requisitos extrínsecos são: capacidade das partes, objeto lícito, possível, determinado ou determinável, e forma prescrita ou defesa em lei. Mais discriminadamente, o art. 166, do mesmo diploma, reedita alguns e acrescenta outros requisitos, exigindo que o negócio seja praticado por pessoa absolutamente capaz; que seja lícito, possível, determinado ou determinável o seu objeto; que o motivo determinante, comum às partes, revele licitude; que venha revestido de forma prescrita em lei; que não olvidem as solenidades que a lei considera essenciais para a validade; que não tenha por objetivo fraudar lei imperativa; e que a lei não comine taxativamente de nulidade, nem lhe proíba a prática, ou, se verificadas essas cominações, estabeleça outra sanção. Acrescenta-se mais um elemento, que é o consentimento, apesar de não contido nos dispositivos acima, mas implicitamente admitido.

Segue as características de alguns dos requisitos mais relevantes e que posteriormente vamos encontrá-los nas relações existentes no Mercado de Capitais. Sendo o contrato um negócio jurídico, se pressupõe um agente capaz, um agente apto a realizar atos dentro das normas atinentes à capacidade. A capacidade exigida pelo contrato é a legal de agir.

É obvio que o contrato não possui validade quando estipulado por uma pessoa que não esteja no uso de suas faculdades mentais. Não é suficiente a simples capacidade para se exercer o direito de ação. É necessário que a parte seja legítima, que possua idoneidade para interagir na relação processual, ao tempo que tenha o interesse a ser tutelado. Assim, pode ser que a parte seja capaz, mas lhe

falte legitimidade para a causa.

Quanto ao objeto, este deve revelar-se lícito como pressuposto para validade do contrato. Para ser lícita a convenção, é necessário que esteja conforme a moral, a ordem pública e os bons costumes. Também é necessário que o objeto seja possível, ou que gire em torno de uma operação realizável - caso se estabeleça prestação que jamais se efetivará, não terá validade.

Dentro do conceito de possibilidade, importa que encerre o objeto algum valor econômico, capaz de se transformar, direta ou indiretamente em dinheiro. Caso não possua estimativa econômica, não interessa ao mundo jurídico. O contrato também envolverá objeto determinado ou determinável, ou seja, que possa ser identificado, localizado, percebido, medido, aferido para a sua validade.

Já a expressão consentimento é empregada em duas acepções distintas: num primeiro significado, traduz um acordo de vontades para manifestar a formatação da bilateralidade contratual. Noutra significação, o consentimento equivale à declaração da vontade de cada parte individualmente. A diferença é tênue, pois sempre há uma noção de bilateralidade, sem a qual não haveria necessidade de manifestação da vontade de consentir.

Dessa forma, nunca existe consentimento isolado, parte a parte, justo porque sempre há um objeto jurídico, um interesse em jogo, sobre o qual as partes necessitam entrar em acordo de vontades, mediante consentimento mútuo. A vontade dos declarantes deve visar, como escopo imediato, a um resultado jurídico de natureza obrigacional, além disso, deve traduzir por uma manifestação exterior suficiente e inequívoca, que por si só basta para evidenciar o consentimento. O contrato não se forma sem o acordo das vontades sobre todos os pontos que as partes julgam indispensáveis na convenção.<sup>30</sup>

Nesse sentido, após descrever alguns dos requisitos essenciais para a validade dos contratos, descreveremos os princípios basilares contidos nas relações obrigacionais. Após, verificaremos que ambos, os requisitos e princípios que regem as relações contratuais, também estão contidos nas relações existentes no Mercado de Capitais, especificadamente, pois é objeto do estudo na relação do investidor e a Empresa de capital aberto.

---

<sup>30</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos*. 3. ed. Op. Cit., p. 18.

## 2.4 MODERNA PRINCIPIOLOGIA DOS CONTRATOS

Não pretendemos aqui aprofundar a discussão propriamente dita acerca dos princípios que norteiam os contratos no âmbito do Direito Civil, mas apenas conceituar e demonstrar a importância de cada princípio e sua relevância nos contratos. Feito esse levantamento conceitual, passaremos a estudar o mercado financeiro, especificamente, o mercado de capitais, sua origem, regulação, órgão fiscalizador, como se dão as relações negociais no mercado de capitais, etc., para após verificarmos se a relação existente nesse mercado de capital obedece ou deve obedecer os requisitos e princípios que norteiam os contratos em nosso sistema civil, ou se devem estar em um patamar inatingível por essas regras, devendo obedecer, tão somente, sua auto-regulamentação.

Em razão da importância que se revestem os contratos, esses devem nortear-se por uma principioologia. Os princípios que regem os contratos usufruem de enorme significação, pois, quando aplicados às situações concretas, permitem a prevalência do equilíbrio entre as partes contratantes, que é de fundamental importância diante do preceito constitucional do primado da dignidade do homem.

Após o estudo desses princípios que norteiam as relações contratuais, verificaremos se os citados princípios são aplicados, mesmo que de forma indireta, nas relações existentes entre o investidor e a empresa de capital aberto dentro do Mercado de Valores Mobiliários.

### 2.4.1 Autonomia da vontade

O princípio da autonomia da vontade traz em seu bojo a essencialidade de que o contrato, para se caracterizar como tal, deve conter a liberdade de contratar das partes no momento da realização do negócio contratual. A liberdade de contratar é elemento nuclear do contrato, visto que a manifestação de vontade é indispensável à própria existência desse ato jurídico. Em outras palavras, o contrato se origina com a declaração da vontade das partes. Nas palavras de Gagliano e

Pamplona Filho: “o contrato é um fenômeno eminentemente voluntarista, fruto da autonomia privada e da livre iniciativa.”<sup>31</sup>

O direito de livre contratação constitui um princípio que está ligado à noção de liberdade e igualdade presente na Declaração de Direitos. É um dos pilares de Códigos cíveis e está presente em todos os sistemas do mundo inteiro.

A pessoa humana, enquanto ser dotado de personalidade e como cidadão livre, é livre para pactuar nas condições que julgar adequadas, contratando como, com quem, e o que desejar. Trata-se da faculdade de dispor o conteúdo de cláusulas, firmando o contrato e podendo, inclusive, criar novas modalidades contratuais, no caso, os contratos atípicos.

A liberdade na contratação parte da premissa de que a vontade dos contratantes tem o mesmo peso, e que a contratação é lícita e legítima pelo simples fato de respeitar a vontade de cada um. A junção das vontades livres e contrapostas, traduzida na bilateralidade do contrato, gera um processo de cognição dos interesses que faz surgir o fenômeno do consentimento, ou seja, um acordo consensual do que será preceituado no conteúdo do contrato.

Nota-se que o princípio da autonomia da vontade abarca outro: o da força obrigatória dos contratos. Por este segundo princípio, entende-se que o contrato faz lei entre as partes, vinculando-as. Uma vez celebrado o contrato, estão as partes obrigadas a cumprir o estabelecido como se fossem preceitos legais imperativos.

Destarte, compreende-se que o princípio da autonomia da vontade não é absoluto, pois, como não consegue refletir a realidade social em sua plenitude, sofrerá limitações por preceitos de ordem pública. Tal princípio possui uma explicação histórica, livre das garras do absolutismo; o homem pôde interagir e buscar o que melhor há para si, cabendo ao Estado intervir apenas para assegurar a execução do contrato não cumprido.

Vale lembrar também – embora não haja uma intenção de aprofundarmos sobre o assunto - que tal princípio levou a uma falsa ideia de que, sendo os homens naturalmente livres e iguais, a vontade do contratante, sendo livre e igual a do outro contratante, seria suficiente para legitimar a convenção. Tal raciocínio seria verdadeiro se os homens fossem naturalmente livres e iguais, mas não o são nem o

---

<sup>31</sup> GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. *Novo curso de direito civil. v. VI – Contratos, t. 1: Teoria Geral*. São Paulo: Saraiva, 2005. p.39.

poderiam ser<sup>32</sup>. Chegou-se a um tempo em que o Estado começou a intervir no campo dos contratos, primeiramente no campo do Direito do Trabalho, na consumerista, reconhecendo a condição de inferioridade do consumidor, e na disciplina dos contratos de adesão.

Em vários momentos, percebemos a tentativa do Estado de preservar o equilíbrio contratual, impondo um contrapeso à balança. As partes, na maioria das vezes, são materialmente desiguais, a vontade de uma prepondera sobre a da outra. Dessa forma, se exige que o poder público tome providências para manter o equilíbrio, seja pelo dirigismo contratual, seja pela delimitação da vontade, seja, ainda, pela criação de mecanismos facilitadores de direitos à parte em desvantagem.

Isso não significa dizer que o princípio da autonomia da vontade não mais existe. Ele continua válido e informa todo o sistema contratual, porém, deve interagir com os outros princípios para sua subsistência.

#### **2.4.2 Liberdade contratual**

Justamente pela autonomia da vontade, deparamo-nos com inúmeras situações sociais conflitantes. Na prática, uns vencem mais do que outros. O objetivo maior dos negócios é a vantagem perseguida. A ideia de igualdade das prestações, que é o pressuposto da justiça contratual, geraria uma estagnação e um esmorecimento dos ânimos. Ou seja, sem uma margem de lucro não existiria motivação para o progresso. Nesse sentido, é inderrogável a liberdade contratual.

Assegura-se ampla liberdade às pessoas para estipular as cláusulas que lhes interessam. Torna-se o contrato verdadeira norma jurídica, fazendo leis entre as partes. Descreve Caio Mário da Silva Pereira quatro momentos fundamentais que realizam a liberdade de contratar.<sup>33</sup>

A – Em primeiro lugar, vigora a faculdade de contratar, isto é, o arbítrio de decidir, segundo os interesses e conveniência de cada

---

<sup>32</sup> MARQUESI, Roberto Wagner. *Os princípios do contrato na nova ordem civil*. Jus Navigandi, Teresina, ano 9, n. 513, 2 dez. 2004. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=5996>>. Acesso em: 02 fev. 2010.

<sup>33</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. Op. Cit., p. 21-22.

um, se e quando estabelecerá com outrem um negócio jurídico contratual [...]

B – Em segundo lugar, a liberdade de contratar implica a escolha da pessoa com quem fazê-lo, bem como do tipo de negócio a efetuar.

C – Em terceiro lugar, a liberdade de contratar espelha o poder de fixar o conteúdo do contrato, redigidos as suas cláusulas ao sabor do livre jogo das conveniências dos contratantes.

D – Finalmente, uma vez concluído o contrato, passa a constituir fonte formal de direito, autorizando qualquer das partes a mobilizar o aparelho coator do Estado a fazê-lo respeitar tal como está, a assegurar sua execução segundo a vontade que presidiu à sua constituição.

No entanto, desde a metade do século passado, esse princípio vem sofrendo atenuações e passou a se subordinar à função social do contrato, rezando o artigo 421, do Código Civil, que “a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato”. Sobre o princípio da função social do contrato, explicitaremos-lo mais a diante.

### 2.4.3 Força obrigatória dos contratos

O princípio da força obrigatória dos contratos encontra seu fundamento de existência na vontade que faz nascer os contratos<sup>34</sup>. Considerando-se que as convenções são acordos bilaterais ou plurilaterais, nos quais as partes afluem suas vontades para a obtenção de um fim patrimonial específico, uma vez convencionados os limites do contrato, ficam as partes ligadas pelo liame da vontade que as uniu.

O princípio da força obrigatória dos contratos não está expresso em nosso sistema positivo. Todavia, a doutrina o considera um princípio geral do Direito, de caráter universal e transcendente, presente em todas as culturas e equiparável ao *honeste vivere*<sup>35</sup>. Graças a esse princípio, o credor goza de certa segurança, pois sabe do vínculo a que se obriga o sujeito passivo e de sua responsabilidade

---

<sup>34</sup> MARQUES, Cláudia Lima *apud* CAMPOS GOMES, Sidney. *Algumas restrições ao princípio da força obrigatória dos contratos no compromisso de compra e venda de imóvel*. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=566>>. Acesso em: 02 fev. 2010.

<sup>35</sup> MARQUESI, Roberto Wagner. Op. Cit.

patrimonial.

O referido vínculo o qual une os contratantes, apesar de não estar positivado no ordenamento jurídico brasileiro, acaba sendo tutelado pela Justiça em razão de ser considerado um princípio geral do Direito, de caráter universal transcendente<sup>36</sup>, de forma que, “estipulado validamente seu conteúdo, vale dizer, definidos os direitos e obrigações de cada parte, as respectivas cláusulas têm, para os contratantes, força obrigatória.”<sup>37</sup>. Por este motivo é tão difundido o brocardo que afirma que o contrato faz lei entre as partes.

Ademais, o princípio da força obrigatória dos contratos somente passa a reger os pactos se todos os requisitos de existência, validade e eficácia dos contratos tiverem sido observados - se os agentes forem capazes, o objeto for lícito, possível e determinado ou determinável, a forma for prescrita ou não-defesa em lei, e a vontade das partes for real<sup>38</sup>, ou seja, a obrigação tiver sido pactuada de forma livre e espontânea. Assim, o princípio da força obrigatória dos contratos impõe a observância de todas as obrigações pactuadas pelas partes contratantes, sob pena de a parte inadimplente responder com seu patrimônio pelo prejuízo que a outra sofrer.

Somente justificariam o não-cumprimento das convenções a força maior, o caso fortuito<sup>39</sup> ou a invocação do direito de arrependimento, quando o mesmo tivesse sido expressamente previsto pelos contratantes.

Destarte, uma das mais importantes consequências do princípio da força obrigatória dos contratos é a impossibilidade de alteração do conteúdo pactuado, ou seja, a imutabilidade ou intangibilidade das cláusulas contratuais, que somente seriam apreciadas judicialmente no caso de estarem eivadas de nulidade ou vício de vontade.

Neste sentido, a finalidade do princípio da força obrigatória dos contratos é outorgar segurança aos negócios jurídicos, incentivando a sua concretização, tendo em vista que a possibilidade de execução do patrimônio da parte inadimplente torna os contratos celebrados no ordenamento brasileiro confiáveis perante os olhos da parte prejudicada, além de garantir a existência do princípio da autonomia da vontade.

---

<sup>36</sup> Ibid.

<sup>37</sup> GOMES, Orlando *apud* CAMPOS GOMES, Sidney. Op. Cit.

<sup>38</sup> BRASIL. *Código Civil*. São Paulo: Manole, 2003, art. 104 et seq. p. 233.

<sup>39</sup> Ibid., art. 393, p. único, p. 268.

O contrato é um encontro de vontades; perfaz-se geralmente com a acedência da proposta. O devedor vincula-se a uma prestação economicamente apreciável, e esse vínculo decorre do sistema, que concede ao credor o direito de expropriação dos bens do devedor em caso de inadimplemento. Nesse contexto, leva-nos a assimilar a falsa ideia de que o devedor deveria estar em uma posição de subordinação ao credor, como se o contrato lhe acorrentasse.

A doutrina e a jurisprudência vêm atenuando o excessivo rigor da força obrigatória dos contratos. Isso porque se entende que o negócio não induz o vínculo de subordinação, mas uma relação de coordenação, sendo o contrato um meio pelo qual as partes se valem para alcançar objetivos.

Como registra Wald<sup>40</sup>, deixou-se de conhecer o contrato como:

necessariamente decorrente ou representativo de interesses antagônicos, chegando os autores e a própria jurisprudência a admitir, inicialmente nos contratos de longo prazo mas, em seguida, em todos eles, a existência de uma *affectio* – a *affectio contractus* -, com alguma semelhança com outras formas de colaboração como a *affectio societatis* ou próprio vínculo conjugal.

Por isso, deve haver equivalência econômica entre as prestações. Por essa mesma razão, o sistema impõe tratamento diferenciado aos contratos de adesão, cuja exegese, na dúvida, deverá favorecer o aderente. O legislador, quando dispõe sobre os contratos, parte da ideia da posição de inferioridade do contratante, que é aderente, já que o mesmo não possui acesso à formulação das cláusulas.

A força obrigatória dos contratos é princípio relativo, uma vez que cede diante de razões maiores que as de interesse das partes contratantes. O contrato deve ser cumprido pela mesma razão de que a lei deve ser obedecida. Ou seja, o acordo das vontades, logo depois de declaradas, tem valor de lei entre os contratantes, e impõe os mesmos preceitos coativos que esta contém. Da observância dos contratos, decorrem a segurança, a ordem, a paz e a harmonia social.

Entretanto, o princípio da força obrigatória dos contratos vem sofrendo atenuações no direito brasileiro em razão tanto do espaço conquistado pelo princípio da Isonomia – que exige o tratamento desigual de partes desiguais em força, de modo a assegurar o equilíbrio entre as mesmas –, quanto do surgimento da acima

---

<sup>40</sup> WALD, Arnold. *Um novo direito para a nova economia: a evolução dos contratos e o Código Civil*, in: O Direito Civil no Século XXI. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 85.

mencionada Teoria da Imprevisão – que autoriza a intervenção judicial nos casos em que a realidade dos fatos se altere de modo não-previsto pelos contratantes, prejudicando o cumprimento do pactuado. Portanto, face a estes princípios, o princípio da Força Obrigatória dos Contratos não pode mais ser entendido de forma absoluta.

#### **2.4.4 Boa-fé-objetiva**

O conceito de boa-fé sempre esteve presente no nosso sistema jurídico privado. No âmbito dos contratos, o conceito de boa-fé era aplicado ao seguro. Dessa forma, o que dispõe o art. 422, do Código Civil, não constitui uma novidade.

Já o conceito de boa-fé objetiva seria uma novidade. Com efeito, a negociação pode ser examinada em duas perspectivas: a consciência do agente, onde temos a boa-fé subjetiva, correspondente à ausência de dolo, e a conduta com que se houve na contratação - neste caso, estamos diante da boa-fé objetiva, que corresponde à ideia de comportamento leal.

Antes de adentrarmos no estudo do princípio da boa-fé objetiva aplicado aos contratos, imperiosa é a diferenciação das duas espécies de boa-fé existentes no nosso ordenamento jurídico: a Boa-fé Objetiva e a Boa-fé Subjetiva. Resumidamente, pode-se afirmar que, de um simples dever de adimplemento, no Direito Romano, a boa-fé transmutou-se, no Direito Germânico, para uma obrigação de cumprimento dos deveres contratualmente estipulados em congruência à necessidade de se levar em consideração os interesses da outra parte em relação ao exercício de direitos. Já no Direito Alemão, o conceito de boa-fé estendeu-se, consagrando-se também como uma fonte de interpretação de contratos.<sup>41</sup>

O conceito de boa-fé continuou evoluindo e, atualmente, faz-se possível – e necessária – a diferenciação entre a boa-fé objetiva e a boa-fé subjetiva. A boa-fé subjetiva engloba o íntimo e os valores do contratante, isto é, caracteriza-se pela crença pessoal na correção da atitude exteriorizada daquele que manifesta sua vontade.

---

<sup>41</sup> FRANCO, Ana Carolina de Cássia. *A boa-fé objetiva e seus reflexos na relação de consumo*. Disponível em: <[http://www.procon.go.gov.br/artigodoutrinario/artigo\\_dout\\_99\\_1.htm](http://www.procon.go.gov.br/artigodoutrinario/artigo_dout_99_1.htm)>. Acesso em: 20 out. 2005.

Como assevera Sílvio de Salvo Venosa<sup>42</sup>, há de se considerar o estado de consciência ou o aspecto psicológico do contratante, quando da análise de sua boa-fé subjetiva. Sendo assim, esta pode ser considerada como a convicção de que o contratante possui, acerca da licitude e da legitimidade das consequências de sua ação, o que o torna subjetivamente de boa-fé. Em outras palavras, a existência de boa-fé subjetiva depende do real querer do agente quando da exteriorização de sua vontade, ou seja, a sua intenção – dentro de sua capacidade intelectual – de não prejudicar a outra parte.

Observa-se, portanto, que a boa-fé subjetiva se correlaciona às condições pessoais do contratante, aos seus princípios morais e éticos particulares, além de sua instrução intelectual, posto que é a intenção íntima do contratante de não causar danos – ou o desconhecimento sobre a possibilidade de suas atitudes causarem prejuízos – que configura sua boa-fé subjetiva. Contrariamente à boa-fé subjetiva, existe a má-fé, podendo ser conceituada como a vontade de prejudicar, de causar dano.

Já a boa-fé objetiva diz respeito a um dever de conduta regular que deve ser analisado não sob o aspecto psicológico particular do indivíduo, mas sob os padrões socialmente esperados do homem comum médio, em cada caso concreto. A boa-fé objetiva, destarte, pressupõe que o contratante aja segundo as normas morais (neste amplo campo se incluem as normas jurídicas) e éticas socialmente vigentes em cada situação concreta, respeitando a outra parte. A lealdade, a probidade e a honestidade<sup>43</sup> da conduta exteriorizada devem servir à manutenção da confiança entre as partes, pois esta é indispensável para a celebração de negócios jurídicos.

A boa-fé objetiva é um modelo de conduta social<sup>44</sup> a ser seguido pelos contratantes, os quais devem guardar um mínimo de respeito e lealdade entre si, tanto na formação e execução do contrato como na fase pós-contratual. Ou seja, não se admite o abuso sobre eventual ausência de igualdade real entre as partes, nem é permitido desvantagens evitáveis, preocupando-se sempre com a tutela dos interesses do outro e cumprindo com seus próprios deveres.

---

<sup>42</sup> VENOSA, Sílvio de Salvo. *A boa-fé contratual no novo Código Civil*. Disponível em: <<http://www.societario.com.br/demarest/svboafe.html>>. Acesso em: 20 out. 2005.

<sup>43</sup> MARTINS-COSTA *apud*. FRANCO, Ana Carolina de Cássia. *A boa-fé objetiva e seus reflexos na relação de consumo*. Disponível em: <[http://www.procon.go.gov.br/artigodoutinario/artigo\\_dout\\_99\\_1.htm](http://www.procon.go.gov.br/artigodoutinario/artigo_dout_99_1.htm)>. Acesso em: 20 out. 2005.

<sup>44</sup> *Ibid.*

A boa-fé objetiva exige uma cooperação mútua entre os contratantes, tomando por base os padrões comuns de eticidade das condutas, razoavelmente esperados. Para a análise da existência de boa-fé objetiva, considera-se o momento histórico da negociação, a realidade econômica experimentada pelos contratantes, seu nível sócio-cultural e as condições do contrato.

Sendo assim, entende-se por boa-fé objetiva a observância dos limites de probidade, razão e ética pelas partes integrantes de uma relação jurídica ou de um negócio jurídico. Ainda, a boa-fé objetiva há de ser examinada no plano concreto, pois é analisando o agir das partes que se identifica a presença de tal instituto.

Empresta-se ao princípio da boa-fé também um outro significado. Para traduzir o interesse social de segurança das relações jurídicas, diz-se, como está expresso no Código Civil alemão, que as partes devem agir com lealdade e confiança recíprocas. Em síntese, devem proceder com boa-fé. Indo mais adiante, aventa-se a ideia de que, entre o credor e o devedor, é necessária a colaboração, um ajudando o outro na execução do contrato. A tal, evidentemente, não se pode chegar, dada à contraposição de interesses; contudo, é certo que a conduta de ambas as partes subordina-se a regras que visam a impedir que uma dificulte a ação da outra.

Assim, conclui-se que a boa-fé objetiva está ligada à segurança jurídica das relações privadas, e que pode ser traduzida em três termos: lealdade, confiança e colaboração:

Finalmente, cumpre expor as idéias de Flávio Tartuce, o qual esclarece de maneira exemplar a diferenciação da boa-fé objetiva da boa-fé subjetiva no sentido de que, mesmo sendo evidente a distinção entre as mesmas, é impossível separá-las, de forma que a boa-fé subjetiva está dentro da boa-fé objetiva, pois “uma boa atuação presume ou relaciona-se com uma boa intenção. Portanto, toda vez que há previsão de boa-fé objetiva, também está prevista a subjetiva, pela relação de mutualismo que o conceito denota.”<sup>45</sup>

Nos dizeres de Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery, cláusulas gerais são “normas orientadoras sob forma de diretrizes, dirigidas precipuamente ao

---

<sup>45</sup> TARTUCE, Flávio. *A Função social dos contratos*. São Paulo: Método, 2005. p. 168.

juiz, vinculando-o ao mesmo tempo em que lhe dão liberdade para decidir.”<sup>46</sup> Nesse passo, as cláusulas gerais possuem natureza de diretriz e são normas jurídicas que trazem para o plano concreto aquilo que está representado pelos princípios. Por conseguinte, percebe-se que a cláusula geral é de ordem pública, devendo ser aplicada pelo juiz *ex officio*.

Consoante dicção do art. 113, do Código Civil, *ipsis litteris*: “Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.” Nota-se que o legislador tratou da boa-fé subjetiva, pois a norma em comento possui natureza jurídica de interpretação do negócio jurídico e, nesse diapasão, o juiz deve buscar a intenção das partes, consoante comando inserto no artigo 112, do mesmo *codex*: “Art. 112. Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciadas do que ao sentido literal da linguagem.”

Observando o conjunto dos dois dispositivos, depreende-se que a boa-fé subjetiva é indispensável para a interpretação dos negócios jurídicos, mais especificamente no que toca aos contratos, devendo o julgador utilizá-la como diretriz.

Ainda, como resultado da análise acima proposta, verifica-se que o *pacta sunt servanda* perde sua força, uma vez que o escrito no contrato deixa de ser lei entre as partes, abrindo espaço para que o julgador o interprete da melhor maneira possível, de acordo com os princípios de lealdade, eticidade e razão.

O doutrinador Flávio Tartuce, em análise ao dispositivo ora comentado, afirma que nele já está consagrada a boa-fé objetiva como cláusula geral, apresentando como justificativa o fato de que boa-fé objetiva é composta pela boa-fé subjetiva (boa intenção) e probidade, mesmo que nele a expressão boa-fé apareça isoladamente.

Igual entendimento dirige-se ao art. 187, do Código Civil, que estabelece a boa-fé como limite ao exercício regular de direito. Nesse desiderato, contudo, é a inteligência do art. 422, do novel código, que consagra a boa-fé objetiva como cláusula geral, *in verbis*: “Art. 422. Os contratantes serão obrigados a guardar assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.”

---

<sup>46</sup> NERY JR., Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. *Código civil comentado*. 3. ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

O artigo em comento trata da boa-fé objetiva, pois é classificada como regra de conduta, ou seja, impõe aos contratantes um agir de acordo com os princípios de boa-fé e probidade, que, como já exposto, podem ser traduzidos em agir com colaboração mútua, lealdade, razão, ética, conforme os bons usos e costumes, baseados na confiança recíproca. É cláusula geral, porque abstrata e genérica, também é consubstanciada em fonte de direitos e obrigações, atinente a todo e qualquer negócio jurídico, mais especificamente aos contratos. Conforme Nery e Nery Júnior: “É uma ordem geral da lei ao juiz para que profira sentença, observando a lealdade e a boa-fé, segundo os usos e costumes, ou que simplesmente possa agir mediante juízo lógico de subsunção.”<sup>47</sup>

Decorrente disso, a boa-fé objetiva deve ser observada na fase pré-contratual, durante a execução do contrato e também na fase pós-contratual. Seguindo tal entendimento, cita-se o Enunciado n° 25, do Conselho Superior da Justiça Federal, no sentido de que o art. 422, do Código Civil, não inviabiliza a aplicação, pelo julgador, do princípio da boa-fé nas fases pré e pós-contratual.

A cláusula geral de boa-fé, mais especificamente, traz aos contratos e aos negócios jurídicos deveres anexos para as partes: de comportarem-se com a mais estrita lealdade; de agirem com probidade; e de informarem ao outro contratante sobre todo o conteúdo do negócio. Nesse tom, a colaboração está presente de forma inequívoca. Sob esse prisma, o enunciado número 24, do Conselho Superior da Justiça Federal, aprovado na *I Jornada de Direito Civil*, realizada em setembro de 2002, prevê que o desrespeito desses deveres anexos gera a violação positiva do contrato, espécie de inadimplemento a imputar responsabilidade contratual objetiva àquele que viola um desses direitos anexos.

Dessa forma, antes de qualquer coisa, deve ser entendida a boa-fé como forma auxiliar a guiar o magistrado na aplicação da norma ao contrato, dentro da equidade e das regras de razão que se espera do Poder Judiciário - em qualquer espécie de contrato, até aqueles realizados dentro do mercado de capitais.

---

<sup>47</sup> Ibid., p. 381.

### 2.4.5 Princípios sociais do contrato e função social

A mudança do Estado Liberal em Social, que possui a dignidade da pessoa humana como um de seus fundamentos, coloca-se em pé de igualdade com a autonomia da vontade e da obrigatoriedade dos contratos, o que podemos chamar de princípios sociais. Estes têm como objetivo alcançar uma justiça contratual, através do prevaletimento do interesse público sobre o privado, impondo proveito coletivo em detrimento do individual.

Os princípios sociais do contrato não suprimem os princípios que predominaram no Estado Liberal, tais como o da autonomia da vontade ou do *pacta sunt servanda*, mas limitaram o conteúdo e o alcance dos princípios liberais<sup>48</sup>. O artigo 421, do novo Código Civil, estabelece que "a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato", enquanto que o artigo 422 dispõe que "os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios da probidade e boa-fé".

A liberdade de contratação não é mais absoluta, como no século XIX, permanecendo limitada pela supremacia da ordem pública. O interesse coletivo prevalece ao das partes, isto é, o interesse social prevalece ao interesse individual, não podendo haver conflito entre eles, uma vez que qualquer contrato repercute no ambiente social.

O modelo liberal de contrato trazia uma concepção clássica, em que as cláusulas eram estipuladas pelos contratantes, utilizando-se da livre manifestação da vontade como sustentáculo. A vontade expressa no contrato fazia lei entre as partes; e nem mesmo o Juiz (no julgamento da causa) poderia violar a manifestação de vontade firmada. Após a vontade emitida e assinada em contrato, ao direito caberia impor às partes a responsabilidade pelo cumprimento do compromisso, ou estaria em risco toda a segurança conferida ao negócio jurídico.

Hoje, o princípio da autonomia da vontade está condicionado aos princípios sociais. Em outras palavras, significa dizer que fica mantido o poder conferido aos contratantes de estabelecer vínculo obrigacional, desde que o contrato se submeta às normas jurídicas e seus fins não contrariem o interesse coletivo.

---

<sup>48</sup> LÔBO, Paulo Luiz Netto. *Princípios sociais dos contratos do CDC e no novo código civil*. Jus Navigandi, Teresina, a. 6, n. 55, mar. 2002. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=2796>>. Acesso em: 24 de março de 2010.

O que se busca é a realização de um contrato que detenha a função social, ou seja, de um contrato que, além de desenvolver uma função translativa-circulatória das riquezas, também realize um papel social atinente à dignidade da pessoa humana e à redução das desigualdades culturais e materiais, segundo os valores e princípios constitucionais<sup>49</sup>.

Nesse contexto, o legislador atenuou a liberdade individual em busca do desenvolvimento de toda a coletividade, preocupado com a realidade social dos envolvidos na relação contratual. Dessa forma, quando o texto legal dispõe sobre a função social do contrato, deve-se notar que "função social" é um conceito que inspira todo o nosso ordenamento jurídico, na tentativa de fundar as bases de uma justiça de natureza mais distributiva, promovendo a inclusão social dos excluídos. A constitucionalização do Direito Civil encontra respaldo no princípio da função social do contrato, que, apesar de não vir expresso na Carta Magna, pode ser percebido na interpretação de vários dispositivos.

A Constituição Federal de 1988, além de estabelecer, em seu art. 1º, a dignidade da pessoa humana como um dos fundamentos da República, inclui também os valores sociais da livre iniciativa e do trabalho como referências, na busca de uma justiça solidária e social, visando ao bem comum e garantindo uma existência humana digna. Como ensina Marques<sup>50</sup>:

À procura do equilíbrio contratual, na sociedade de consumo moderna, o direito destacará o papel da lei como limitadora e como verdadeira legitimadora da autonomia da vontade. A lei passará a proteger determinados interesses sociais, valorizando a confiança depositada no vínculo, as expectativas e a boa-fé das partes contratantes. Conceitos tradicionais como os do negócio jurídico e da autonomia da vontade permanecerão, mas o espaço reservado para que os particulares auto-regulem suas relações será reduzido por normas imperativas, como as do próprio Código de Defesa do Consumidor. É uma nova concepção de contrato no Estado Social, em que a vontade perde a condição de elemento nuclear, surgindo em seu lugar elemento estranho às partes, mas básico para a sociedade como um todo: o interesse social. Haverá um intervencionismo cada vez maior no Estado nas relações contratuais, no intuito de relativizar o antigo dogma da autonomia da vontade com

---

<sup>49</sup> HORA NETO, João. O princípio da função social do contrato no Código Civil de 2002. Jus Navigandi, Teresina, a. 10, n. 1028, 25 abr. 2006. Disponível em < <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=8262>> : Acesso em: 24 mar 2010.

<sup>50</sup> MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no código de defesa do consumidor*. 2. ed. São Paulo: RT, 1995. p.93.

as novas preocupações de ordem social, com a imposição de um novo paradigma, o princípio da boa-fé objetiva. É o contrato, como instrumento à disposição dos indivíduos na sociedade de consumo, mas assim como o direito de propriedade, agora limitado e eficazmente regulado para que alcance a sua função social.

A verificação da utilização dos princípios sociais no contrato pode ser feita de várias formas, que poderão conduzir a declaração de nulidade de determinadas cláusulas ou até mesmo de todo o seu conteúdo contratual, caso não sejam observados os princípios sociais: boa-fé objetiva; função social do contrato e equivalência material.

Na sociedade capitalista, o contrato passou a ser uma forma de luta, em que os competidores devem agir com boa-fé objetiva, tendo sempre em foco os ideais do Estado Social. Não serão aceitos, nesta arena, os competidores que busquem uma postura desleal ou aproveitadora. A disputa deverá evoluir de forma uniforme entre as partes, impondo aos contratantes deveres anexos às disposições contratuais.

O dispositivo do Código Civil também altera a função real dos Magistrados, que agora serão convocados quando um dos contratantes se julgar lesado ou inferiorizado na relação contratual. Na análise desses casos, lidará com conceitos abstratos como retidão de caráter, honradez e probidade, obrigações que todos deverão arcar no trato de seus negócios. O Código Civil confere marcante poder aos magistrados, que devem utilizar desse poder com equilíbrio e moderação.

Ao Juiz, caberá delinear o "mínimo ético", e participará da construção da nova concepção de direito contratual. Por ser um sistema aberto, estes conceitos poderão evoluir e modificar-se com o tempo, e de acordo com os casos concretos.

Quando da vigência da legislação anterior, o Magistrado necessitaria analisar o contrato, levando em consideração o disposto textualmente pelas partes. Só caberia interpretação das cláusulas obscuras, levando-se em conta a boa-fé. Com o novo dispositivo legal, a boa-fé deixou de ser forma interpretativa e foi alçada à forma de comportamento das partes. O julgador poderá graduar a postura de qualquer dos contratantes, sempre que observar desvio de conduta ou de finalidade. Sua visão deverá estar além da letra do negócio jurídico, e alcançar as atitudes dos contratantes.

#### 2.4.6 Dirigismo contratual

O princípio do dirigismo contratual parte da necessidade de se controlar o individualismo contratual. Assinala Sidou<sup>51</sup> que:

A lei não pode permitir que o indivíduo seja absolutamente livre para contratar, porque se o permitisse ele agiria, por índole, no interesse próprio, não no interesse social, e aquele que assim não procedesse constituiria decerto um caso sintomático à luz da psicanálise. Portanto, o indivíduo agiria, sempre, em detrimento da ordem jurídica.

O direito tende a uma constante socialização de suas normas. Os estipulantes assumem cada vez mais uma posição de igualdade legal, o que importa, com frequência, na intervenção do Estado para refrear a excessiva autonomia da vontade. Assim, define-se o princípio do dirigismo contratual, segundo preceitua Orlando Gomes<sup>52</sup>:

Consiste em regular um conteúdo do contrato por disposições legais imperativas, de modo que as partes, obrigadas a aceitar o que está predisposto na lei, não possam suscitar efeitos jurídicos diversos. Em consequência, a vontade deixa de ser autônoma e a liberdade de contratar retrai-se. Não mais há regras supletivas, que as partes observam se coincidem com seus interesses, mas normas imperativas, a cuja obediência não podem furtar-se.

Há necessidade do Estado em intervir nas disposições dos negócios e reduzir a liberdade contratual, impedindo a celebração de determinadas obrigações, adscrevendo cláusulas diretórias, negando valor a objetivos leoninos, exigindo certas contraprestações e disciplinando as preferências.

Existe propriamente intervenção do Estado em alguns campos específicos. Relativamente a certas empresas, o funcionamento depende da vontade do Estado, que deve disciplinar o relacionamento com os indivíduos, impondo regras e limites no poder de estipular obrigações.

---

<sup>51</sup> SIDOU, J. M. Othon. *A Revisão judicial dos contratos e outras figuras jurídicas*. 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 167.

<sup>52</sup> GOMES, Orlando. *Contratos*. 22.ed., Rio de Janeiro: Forense, 2000. p. 36.

No dirigismo contratual, ocorre mais do que mero apego à liberdade contratual: prevalecem razões de ordem moral e econômica, com poder para modificar cláusulas prejudiciais a um dos contratantes, que está situado num plano de inferioridade perante o outro. O dirigismo contratual caracteriza-se pela intervenção do Estado com o objetivo de valer a prevalência do direito coletivo, protegendo o economicamente mais fraco do domínio do poderoso, minimizando as desigualdades entre as partes, dirigindo a atividade econômica e a atividade contratual de modo a corresponder às exigências fundamentais da justiça social ou distributiva, garantindo a todos a resolução do contrato por onerosidade excessiva ou em caso de perigo - mesmo que contrarie a autonomia da vontade.

A aplicação do referido princípio não se dá em qualquer situação, mas apenas nas relações jurídicas consideradas como merecedoras de controle estatal, para que seja mantido o desejado equilíbrio entre as partes contratantes. O dirigismo contratual gerou restrições ao princípio da autonomia da vontade, já que possibilita a intervenção estatal nos contratos.

Em razão disso, nota-se cada vez mais a distinção entre público e o privado. Os espaços públicos e privados aproximam-se do direito social, cuja função é patrocinar o bem-estar dos que compõem sua estrutura, ficando cada vez mais difícil delimitar onde começa um e termina outro.

A presença do Estado subsidiando a produção e propiciando o crescimento da economia se faz pela necessidade de limitar a liberdade de contratar e a liberdade de iniciativa econômica, que são destituídas de fins sociais, com o objetivo de fortalecer a economia com formas mais igualitárias, distributivas e justas, possibilitando a oportunidade real de acesso a todos os que desejam entrar no mercado.

#### **2.4.7 Equivalência material dos contratos**

Esse princípio existe com o objetivo de realizar e preservar o equilíbrio real de direitos e deveres no contrato. Existe para manter a proporcionalidade inicial dos direitos e obrigações de corrigir os desequilíbrios que pudessem vir a aparecer. Para este princípio, é irrelevante a exigência do cumprimento do contrato. Todavia, sua execução é de extrema importância, uma vez que pode ser verificada a existência de

vantagem excessiva de uma parte e desvantagem elevada de outra.

Segundo Ferreira e Lobo<sup>53</sup>:

O princípio da equivalência material busca realizar e preservar o equilíbrio real de direitos e deveres no contrato, antes, durante e após sua execução, para harmonização dos interesses. Esse princípio preserva a equação e o justo equilíbrio contratual, seja para manter a proporcionalidade inicial dos direitos e obrigações, seja para corrigir os desequilíbrios supervenientes, pouco importando que as mudanças de circunstâncias pudessem ser previsíveis. O que interessa não é mais a exigência cega de cumprimento do contrato, da forma como foi assinado ou celebrado, mas se sua execução não acarreta vantagem excessiva para uma das partes e desvantagem excessiva para outra, aferível objetivamente, segundo as regras da experiência ordinária. O princípio clássico *pacta sunt servanda* passou a ser entendido no sentido de que o contrato obriga as partes contratantes nos limites do equilíbrio dos direitos e deveres entre elas.

Este princípio abarca a hipossuficiência jurídica, como também transpõe o óbice da igualdade jurídica e formal que configurou a concepção liberal dos contratos. Lobo entende que<sup>54</sup>:

O princípio da equivalência material desenvolve-se em dois aspectos distintos: subjetivo e objetivo. O aspecto subjetivo leva em conta a identificação do poder contratual dominante das partes e a presunção legal da vulnerabilidade. A lei presume juridicamente vulneráveis o trabalhador, o inquilino, o consumidor, o aderente de contrato de adesão. Essa presunção é absoluta, pois não pode ser afastada pela apreciação do caso concreto. O aspecto objetivo considera o real desequilíbrio de direitos e deveres contratuais que pode estar presente na celebração do contrato ou na eventual mudança do equilíbrio em virtude de circunstâncias supervenientes que levem a onerosidade excessiva para uma das partes.

O princípio do equilíbrio contratual existe para que um dos contratantes não aufira, em face do outro, vantagem manifestadamente excessiva, respondendo ao ideal de justiça contratual que envolve nosso ordenamento jurídico. O equilíbrio contratual deve corresponder à paridade econômica, em que o sacrifício de um dos contratantes precisa equiparar-se ao do outro.

---

<sup>53</sup> FERREIRA, Aparecido Hernani; LÔBO, Paulo Luiz Netto (Coords.). *O Novo código civil discutido por juristas brasileiros*. 1.ed. Campinas: Bookseller, 2003. p.87.

<sup>54</sup> *Ibid.*, p.88.

Tal princípio impõe que o contrato não destrua o equilíbrio patrimonial existente entre os pactuantes. Cada uma das partes deve receber o equivalente daquilo que haja dado ou do que venha a receber. É essencial que o contrato, ao permitir a satisfação das necessidades das partes, seja feito em conformidade com a justiça comutativa.

#### 2.4.8 Da solidariedade contratual

Por um longo período tentou-se estabelecer os contornos de um princípio que consagrasse o valor de solidariedade, que eram sempre rotuladas de ideias socialistas e afastadas por uma pré-compreensão equivocada sobre os objetivos de seus formuladores. Alguns doutrinadores buscaram encontrar alternativas para o liberalismo que historicamente impregnava o estudo do direito privado, sem, contudo, aproximar-se das ideias do socialismo político. Apenas se confirmava a prioridade do social e a correlativa necessidade de ver o contrato como um vínculo que impunha aos contratantes o dever mútuo de ajudar ao outro. Neste sentido, Duguit sustentava que<sup>55</sup>:

(...) o ser humano nasce integrando uma coletividade; vive sempre em sociedade e assim considerando só pode viver em sociedade (...) o fundamento do direito deve basear-se, sem dúvida, (...) [no] indivíduo comprometido com os vínculos da solidariedade social. Não é razoável afirmar que os homens nascem livres e iguais em direitos, mas sim que nascem partícipes de uma coletividade e sujeitos, assim, a todas as obrigações que subentendem a manutenção e desenvolvimento da vida coletiva. (...) Se uma doutrina adota como lógica definida a igualdade absoluta e matemática dos homens, ela se opõe à realidade e por isso deve ser prescindida.

O citado autor entendia o homem enquanto ser social, derivando os seus direitos subjetivos das suas obrigações sociais<sup>56</sup>, por isso acreditava que "a consciência de uma sociabilidade sempre esteve presente, enquanto dependência

---

<sup>55</sup> DUGUIT, Pierre M. N. Léon. *Fundamentos do direito*. São Paulo: Ícone, 1996. p. 15 et seq.

<sup>56</sup> *Ibid.*, p. 19

do homem em relação à comunidade; e também à consciência da sua individualidade"<sup>57</sup>.

Durante todo o século XX, o conceito de solidariedade social era sempre reduzida à perspectiva da caridade, do auxílio ao próximo motivado por pura liberalidade, aproximando-se, pois, da filantropia. No entanto, não é nesse sentido que queremos conceituar solidariedade como princípio contido nas relações contratuais. Moraes entende que<sup>58</sup>:

A solidariedade é a expressão mais profunda da sociabilidade que caracteriza a pessoa humana. No contexto atual, a lei maior determina – ou melhor, exige – que nos ajudemos, mutuamente, a conservar nossa humanidade, porque a construção de uma sociedade livre, justa e solidária cabe a todos e a cada um de nós.

O "solidarismo" pode referir-se, por exemplo, ao campo das obrigações, à solidariedade ativa ou passiva, em que duas ou mais pessoas se obrigam ao cumprimento integral da prestação. No campo dos contratos, quer significar a obrigação imposta aos contratantes de colaboração mútua, sobretudo para melhor deslinde de relações cada vez mais complexas entre as pessoas. Não se trata de uma pluralidade de deveres, mas de uma obrigação recíproca entre as partes, a ser observada durante toda a execução do contrato. O solidarismo contratual pode ser exposto como a doutrina que edifica como princípio do direito dos contratos a exigência de lealdade, solidariedade ou boa-fé, e impõe aos contratantes a obrigação de colaborar.

Só há poucos anos é que a doutrina do solidarismo contratual passou a ser acolhida por um maior número de pessoas. A polêmica sobre a matéria é enorme. Alguns ressaltaram a impossibilidade de sua utilização por conta da segurança jurídica que ficaria ameaçada, vez que o conteúdo da pactuação ver-se-ia passível de alteração pelo magistrado a qualquer momento.

---

<sup>57</sup> DUGUIT, Pierre M. N. Op. Cit., p. 21. Aduz ainda o mencionado autor que "O homem desfruta o direito de desenvolver sua atividade com liberdade, mas, ao mesmo tempo, só possui esse direito enquanto consagra seu exercício à realização da solidariedade social" (p. 28)

<sup>58</sup> MORAES, Maria Celina Bodin de. O princípio da solidariedade, In: PEIXINHO, Manoel Messias; GUERRA, Isabela Franco; NASCIMENTO FILHO, Firly. (Coords.), Os princípios da Constituição de 1988, p. 178. Apud ROSENVALD, Nelson. *Dignidade humana e boa-fé no código civil*. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 173.

Para Nelson Rosendal<sup>59</sup>, o direito de solidariedade se desvincula de uma mera referência a valores éticos transcendentais, "adquirindo fundamentação e a legitimidade política nas relações sociais concretas, nas quais se articula uma convivência entre o individual e o coletivo, à procura do bem comum". E prossegue afirmando que<sup>60</sup>:

Longe de representar uma simples carta programática, ou um vago programa político, a solidariedade será padrão interpretativo-integrativo do sistema, referência de leitura para as outras normas constitucionais e o ordenamento. O art. 3º [CF/88] enceta na solidariedade a teleologia da justiça distributiva com referência à igualdade substancial. O princípio da solidariedade provoca a transposição do indivíduo para a pessoa. A liberdade absoluta que permitia a cada um atingir o máximo de suas potencialidades cede espaço para a projeção da pessoa que coexiste em sociedade<sup>[11]</sup>.

Daniel Sarmento aduz que a solidariedade<sup>61</sup>:

implica o reconhecimento de que, embora cada um de nós componha uma individualidade, irreduzível ao todo, estamos também todos juntos, de alguma forma irmanados por um destino comum (...). Ela [a solidariedade] significa que a sociedade não deve ser o *locus* da concorrência entre indivíduos isolados, perseguindo projetos pessoais antagônicos, mas sim um espaço de diálogo, cooperação e colaboração entre pessoas livres e iguais, que se reconheçam como tais.

No nosso sistema jurídico, a perspectiva solidarista encontra fundamento no art. 5º, da Lei de Introdução ao Código Civil, e no inciso XXIII, de nossa Constituição Federal.

Trazendo a perspectiva solidarista para o âmbito do direito das obrigações, verificamos que o simples consenso não é suficiente para a criação de obrigações contratuais. A existência do contrato não depende apenas e tão-somente do consentimento, mas também de uma expectativa de confiança entre as partes, que significa a adoção de um comportamento que possa ser previsível a outra parte,

---

<sup>59</sup> Loc. Cit.

<sup>60</sup> Ibid., p. 179.

<sup>61</sup> SARMENTO, Daniel. *Direitos fundamentais e relações privadas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004. p. 338

estando assim apto a concretizar o princípio da função social previsto no texto constitucional.

Aqui não se quer confrontações sobre as correntes que defendem um solidarismo voluntário, em que as partes acordam em colocar mutuamente; ou, de acordo com a outra corrente, que coloca o solidarismo como um imperativo social, no qual competiria à lei ou ao magistrado aplicá-lo nas relações contratuais. O que se pretende com as explicações feitas é demonstrar a importância desse princípio nos contratos, e que aquele deve estar contido nestes, já que as situações patrimoniais demandam indispensáveis cooperações entre os seus partícipes.

É este espírito de cooperação que densifica o primado da solidariedade social, apontando o rumo a ser seguido em qualquer relação contratual, limitando atos de autonomia privada que desviem desta rota. Essa é a importância do princípio da solidariedade contratual.

#### **2.4.9 Da dignidade contratual**

Em decorrência do princípio da dignidade da pessoa humana, é possível falar em dignidade contratual. Podemos entender que toda relação contratual encontra-se vinculada à observância do princípio da dignidade da pessoa humana, mesmo que se tenha renunciado, devendo ocorrer o mesmo nas relações contratuais.

Cada ramo do direito se fundamenta na Constituição, onde os atos e atividades são influenciadas pela mesma, seja nos seus requisitos de validade e eficácia, ou nos seus próprios pressupostos - pela hierarquia dos interesses que resulta da análise das normas de uma Constituição rígida, fonte privilegiada das relações pessoais, econômicas e sociais<sup>62</sup>.

Se, mesmo que implicitamente, a atividade econômica insira-se no âmbito da livre iniciativa, esta surge legalizada tão somente se cumprida a explícita função de dignificação dos sujeitos contratantes. Na leitura constitucional do direito civil, se reconhece a atual insuficiência do nosso sistema codificado, tomando-se como vértice de todo o ordenamento jurídico os valores fundamentais do homem, dentre eles, o da dignidade contratual.

---

<sup>62</sup> PERLINGIERI, Pietro. *Perfis do direito civil: introdução ao direito civil constitucional*. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 285.

Edilson Pereira Nobre Junior<sup>63</sup> considera que, firmado um contrato em que uma das partes se obriga a cumprir prestação consistente em atos suscetíveis de acarretar-lhe, em condições anormais, risco de vida, ou capaz de impor certa ofensa à saúde, fica caracterizado maltrato à ordem pública e, como consequência, a invalidade do negócio jurídico. Aqui a ordem pública seria ofendida independente da eventual desigualdade econômica das partes, mas em razão de objeto da relação jurídica obrigacional traduzir menoscabo à índole humana do indivíduo.

Não podemos esquecer que, quando se invoca a dignidade da pessoa humana, que ressalta a dimensão social dos valores existenciais, põe-se em risco a liberdade individual e a autonomia negocial. Além da vida, da integridade física e psíquica, a concretização da dignidade humana exige também o respeito às condições mínimas de vida. No campo contratual não é diferente: também deve existir condições mínimas de vida, especialmente quando a sua execução leva a gastos excessivos não previstos, o que terá maior razão de ser quando o adimplemento puder dificultar a sobrevivência de um dos contratantes<sup>64</sup>.

A relevância da dignidade humana nos contratos depende de uma análise das peculiaridades do caso concreto, mediante a ponderação da dignidade humana e a autonomia privada como extensão da livre iniciativa.

#### 2.4.10 Da justiça contratual

Os princípios sociais orientadores do direito civil hoje permitem ser delineado um novo panorama no patamar legal. Pinçados do sistema doutrinário-jurisprudencial, em que já se encontravam pacificados e alçados ao arcabouço da Lei Civil, os princípios da função social da propriedade e do contrato, da boa-fé objetiva e da justiça ou equilíbrio contratual passam a ser denominados como verdadeiros pilares do sistema de direito privado<sup>65</sup>.

---

<sup>63</sup> NOBRE JUNIOR, Edilson Pereira. O Direito brasileiro e o princípio da dignidade da pessoa humana. *Revista do Instituto de Pesquisa e Estudos*. Divisão Jurídica. Dezembro de 2001 a março de 2002. Bauru/SP: Instituição Toledo de Ensino, 202, p. 144.

<sup>64</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. Caracterização jurídica da dignidade da pessoa humana. *Revista dos Tribunais*. Ano 91. Volume 797. Março de 2002. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 22-23.

<sup>65</sup> ANDRIGHI, Fátima Nancy. (Ministra do Superior Tribunal de Justiça). *Aplicação do novo Código Civil: Direito Intertemporal*. Disponível em:

A função social da propriedade, de índole constitucional preexistente, serviu de lastro para que o art. 421, do CC de 2002, incorporasse a função social do contrato como princípio imanente ao ordenamento civil.

O princípio da boa-fé objetiva, previsto no art. 422, do CC de 2002, refere-se ao comportamento dos contratantes, estabelecendo a necessidade de colaboração mútua, solidariedade e lealdade. O contratante deve atuar de maneira leal e correta. Tal princípio prescreve a necessidade de reciprocidade no trato das cláusulas contratuais, de forma a amenizar a visão conflituosa de interesses contrapostos.

A justiça contratual, da mesma forma que a boa-fé objetiva, encerra a ideia de solidariedade, porquanto oriundos ambos os princípios do texto constitucional que, em seu art. 3º, preconiza a necessidade de uma sociedade livre, justa e solidária. O princípio da sociedade livre corresponderia aos princípios tradicionais do contrato, ao da liberdade contratual e ao da obrigatoriedade dos efeitos, todos ligados à autonomia da vontade<sup>66</sup>.

De outra sorte, quando se fala em sociedade solidária e justa, estão sendo apregoados os princípios da boa-fé objetiva e da justiça contratual. Dessa forma, o contrato deve ser justo, no sentido de que predomine o equilíbrio entre as partes, propiciando uma certa correspondência entre prestação e contraprestação, ou mesmo certa proteção à parte mais fraca.

O princípio da justiça contratual não se encontra propriamente expresso no texto da Lei Civil. Contudo, ele se conjectura em uma série de regras de proteção ao hipossuficiente introduzidas pelo diploma legal, tais como o instituto da lesão, do estado de perigo e da excessiva onerosidade<sup>67</sup>.

Para Tereza Negreiros, a noção de equilíbrio no contrato pressupõe a preocupação com o justo, no sentido da necessidade de estabelecer um critério paritário de distribuição dos bens. Justiça contratual, segundo entende, ocorreria quando as prestações de um e de outro contratante guardam entre si um nível razoável de proporcionalidade. Havendo exagerada ou excessiva discrepância entre as obrigações assumidas por cada contratante, tem-se situação de verdadeira

---

<[http://bdjur.stj.gov.br/xmlui/bitstream/handle/2011/652/Aplica%C3%A7ao\\_Novo\\_Codigo.pdf?sequence=4](http://bdjur.stj.gov.br/xmlui/bitstream/handle/2011/652/Aplica%C3%A7ao_Novo_Codigo.pdf?sequence=4)>. Acesso em: 24 mar 2010.

<sup>66</sup> Ibid.

<sup>67</sup> Ibid.

injustiça contratual<sup>68</sup>.

O princípio do equilíbrio econômico nada mais seria do que a densificação, no espaço contratual, do princípio da justiça social previsto como princípio geral da atividade econômica no caput do art. 170, da Constituição.

Pietro Perlingieri, ao tratar da justiça social no plano contratual, prefere, no entanto, adotar a teoria mediata dos direitos fundamentais, fazendo incidir o valor da justiça social no direito civil, através das cláusulas gerais estampadas na legislação no tocante à equidade, ao estado de necessidade, à lesão, à causa não imputável, à boa-fé e outros<sup>69</sup>. Dessa forma, todos os princípios acima mencionados passam a informar as relações privadas, ao lado dos princípios tradicionais relativos à autonomia da vontade, já minudenciado, devem ser observados e atendidos por serem preceitos orientadores das relações humanas, cujos bens da vida pleiteados encontram neles salvaguarda inequívoca e infalível.

Assim, o art. 2035, parágrafo único, do CC de 2002, estabelece que nenhuma convenção prevalecerá se vier a contrariar preceitos de ordem pública, tais como aqueles por ele estabelecidos para assegurar a função social da propriedade e dos contratos.

## 2.5 A MANIFESTAÇÃO DA VONTADE NA FORMAÇÃO DOS CONTRATOS E A OFERTA

Aqui vamos lembrar como se inicia uma relação contratual, isto é, o primeiro passo para originar qualquer avença: a manifestação da vontade. Posteriormente, veremos se a proposta vincula o ofertante e quais são as características necessárias para conter em uma oferta de modo que vincule o ofertante ao que está disposto.

---

<sup>68</sup> NEGREIROS, Teresa. *Teoria do contrato: novos paradigmas*. 2.ed. Rio de Janeiro: Revovar, 2006. p. 168.

<sup>69</sup> PERLINGIERI, Pietro. *Perfis do direito civil: introdução ao direito civil constitucional*. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p.49.

### **2.5.1 A Manifestação da vontade**

Nasce do interior do homem a disposição de contratar. Daí se afirmar que há um primeiro momento na formação do vínculo obrigacional, situado na esfera subjetiva ou psicológica, que representa o livre consentimento. É justamente nesse estágio que a vontade se revela apta ou não para ensejar uma negociação válida.

Ao se exteriorizar a livre disposição, surge a manifestação da vontade. Duas ou mais pessoas dirigem as intenções no sentido de um negócio determinado. Há a integração simultânea das deliberações de cada contratante. Delineia-se, então, o contrato, surgindo o vínculo obrigacional. Ou seja, a declaração da vontade gera obrigações que ficam circunscritas aos que a manifestam<sup>70</sup>.

De regra, a declaração da vontade não depende de forma especial. Desde que se manifeste e seja provada, nascem obrigações e direitos para indivíduos que a emitiram. A manifestação da vontade se revela através do propósito deliberado de uma das partes em externar o seu pensamento num determinado sentido.

Em algumas situações, a lei não determina qual a forma, mas exige que a declaração seja expressa para ensejar a obrigação, sem, no entanto, impor uma forma especial ou solene. Existe a manifestação tácita, porém não é objeto do nosso estudo minudenciar os tipos de manifestação, mas sim, que, a partir dela, têm-se um contrato.

### **2.5.2 A Oferta**

Na maioria dos negócios, há uma fase preliminar ou preparatória do contrato, em que as partes formalizam as intenções e providenciam a confecção do contrato definitivo. Verifica-se uma simples promessa de contratar. Procede-se uma estipulação preliminar dos termos em que o contrato virá a ser outorgado, em data posterior<sup>71</sup>.

As situações inequívocas de contratar se manifestam em propostas, contrapropostas, acertos de detalhes, dissipação de dúvidas, condições, preços, prazos e estabelecimento de particularidades do negócio em si, desde que não

---

<sup>70</sup> RIZZARDO, Arnaldo. Op. Cit., p. 39.

<sup>71</sup> Ibid., p. 43.

fiquem apenas no plano verbal. Uma das partes promete a outra, por meio de documentos, a execução de atos precisos, com vistas à contratação. Formulada a manifestação, obriga-se o proponente.

A proposta vem a ser o primeiro momento no desenrolar dos atos que levam ao contrato propriamente dito. Uma das partes oferece a relação contratual pretendida a um possível interessado. Salienta Rizzardo<sup>72</sup> que:

A oferta é sempre um ato jurídico e ato tanto mais sério e perfeito quando só depende de quem pode maduramente refletir sobre seus elementos e pesar suas conseqüências. Quem formula uma oferta e visa a um fim econômico e busca uma aceitação que o favoreça ou realize e por isso mesmo deve mantê-la imutável para dar tempo à aceitação.

Para a proposta ser obrigatória, dois requisitos precisam estar presentes: primeiramente, que seja completa, isto é, contendo os pontos essenciais à conclusão do negócio, de modo que não se apresente como simples convite para examinar e adquirir um bem. Já assentava Santos<sup>73</sup>:

Poder-se-á considerar completa a proposta sempre que contenha os dados suficientes para a exata apreciação do negócio: intenção do proponente, objeto, preço, ou valor, etc., faltando só a aceitação para nascer o contrato. É claro que pela implícita vontade do proponente, a fixação de alguns dos fatores do contrato pode ficar ao arbítrio do destinatário, por exemplo, quantidade, tempo, forma de pagamento, etc. (...), exigindo-se, porém, que essa fixação não fique dependente exclusiva e incondicionalmente de sua vontade.

Em segundo lugar, que a oferta seja séria, isto é, com a intenção de se obrigar, em caso de aceitação. Por si só, a proposta não gera o contrato, mas Washington de Barros Monteiro atenta para o fato de que o interesse social exige que ela seja séria, consistente e estável. “De outro modo, seria uma brincadeira, uma farsa, que não se compadece com a seriedade do direito”<sup>74</sup>.

Dessa forma, como pudemos observar, a oferta vincula o ofertante, que terá

---

<sup>72</sup> Ibid., p. 47.

<sup>73</sup> SANTOS, J. M. Carvalho. *Código civil interpretado*. vol. XV, Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954. p. 61

<sup>74</sup> MONTEIRO, Washington de Barros; MALUF, Carlos Alberto Dabus. *Curso de direito civil, direito das obrigações*. 2º vol., São Paulo: Saraiva, 2008. p. 15.

que garantir as especificações oferecidas nas mesmas condições, não podendo modificar, sem motivo, o que foi ofertado.

Da mesma forma ocorre no mercado de capitais, conforme se verá detalhadamente. Existem alguns elementos caracterizadores da oferta pública de distribuição mobiliária. A exigência de registro das ofertas públicas de valores mobiliários, perante agências governamentais especializadas, visa a proteger os interesses do público investidor, assegurando-lhe o acesso a informações sobre a companhia emissora e sobre os valores mobiliários ofertados à venda, que permitam a tomada das decisões de investimento de maneira consciente.

Dentre vários documentos que devem obrigatoriamente instruir o pedido de registro da oferta pública, merece destaque o prospecto da distribuição pública, que constitui o principal documento de caráter informativo a ser apresentado pela companhia que pretenda obter o registro de uma distribuição pública de valores mobiliários<sup>75</sup>. Tal documento deve conter informação “completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”<sup>76</sup>.

O prospecto, assim, não pode omitir dados relevantes, nem incluir informações que possam induzir a erro, devendo estar redigido de maneira clara e precisa. Pretende-se demonstrar, com isso, que o prospecto possui semelhança com as obrigações necessárias da oferta, como já vimos.

Além de tal semelhança, demonstraremos como se dá, passo a passo, a relação existente no mercado de capitais, mais especificadamente, entre investidor e empresa emissora de capital aberto, quais são suas características, se existem princípios norteadores, qual a legislação a ser aplicada em caso de fraude e como têm se posicionado os magistrados brasileiros sobre fraudes nesse setor.

Relembrar os princípios e conceitos aqui expostos são fundamentais para equipararmos com o que ocorre no mercado de capitais, especificamente na relação “contratual” existente entre investidor e empresa de capital aberto, quando de seu investimento.

O regime jurídico no mercado de capitais não é o que estamos acostumados a observar em nosso direito das obrigações. O regime é específico e regulado pela Comissão de Valores Mobiliários aqui no Brasil, vez que se trata de mercado

---

<sup>75</sup> EIZIRIK, Nelson et al. p.152.

<sup>76</sup> BRASIL. Instrução n. 400/2003 – Comissão de Valores Mobiliários. Art. 38.

internacional, comum a todos os países.

Não queremos questionar o regime jurídico aplicado nesse ramo da economia. Porém, queremos demonstrar que, como qualquer outra relação negocial, deve seguir princípios norteadores, básicos nas avenças, e que, em caso de não observância dos mesmos, o investidor pode querer discutir seus direitos pela aplicabilidade dos princípios orientadores do nosso ordenamento jurídico, no direito civil, e não de um regime diferenciado que prevalece o interesse internacional.

## 2.6 REFLEXOS DA PRINCIPIOLOGIA DOS CONTRATOS NO MERCADO DE CAPITAIS

No decorrer do presente capítulo, pudemos observar as regras e princípios que norteiam as relações contratuais, de maneira que o Estado, através da aplicação de suas normas, oferece proteção às partes contratantes, impondo limites, deveres e obrigações, através da vasta aplicação da principiologia dos contratos.

É importante entendermos que é obrigação do Estado resguardar as partes e oferecer proteção. Da mesma forma, ocorre no Mercado de Valores Mobiliários. Examinaremos, nos próximos capítulos, como se dá a regulação desse mercado e de que forma ele é regulado, e se existe poder sancionador e fiscalizador quanto às regras existentes.

Veremos que, pelas especificidades dos valores mobiliários, será possível depreender algumas particularidades inerentes a elas, o que constituem na formação de um conjunto de características essenciais dos valores mobiliários. Primeiro, vamos analisar que é imprescindível que os títulos sejam ofertados publicamente para constituírem valores mobiliários; ademais, que esse meio de investimento representa um capital de risco, gerenciado por terceiro, em que a operação econômica deve prevalecer sobre a fora. Por fim, constataremos que os valores mobiliários consistem em um vínculo contratual entre o tomador e o investidor, ou seja, valores mobiliários consistem, de maneira geral, em contratos de investimentos<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> SARNO NETO, Andréa Di et al. *Poder judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2008. p.21.

A própria Lei de nº 10.406/2002, Código Civil de 2002, em seu artigo 710, conceitua o que é entendido por contrato<sup>78</sup>:

Pelo contrato de agencia, uma pessoa assume, em caráter não eventual e sem vínculos de dependência, a obrigação de promover, à conta de outra, mediante retribuição, a realização de certos negócios, em zona determinada, caracterizando-se a distribuição quando o agente tiver à sua disposição a coisa a ser negociada.

Dessa forma, restará claro que o mercado de valores mobiliários é composto basicamente por relações contratuais entre as empresas angariadoras de recursos e os investidores poupadores de capital. Por se tratar de relação contratual, o Estado deve proteger os pactuantes, e o faz através de seu órgão regulador, que dentro do mercado mobiliário, como veremos, é a Comissão de Valores Mobiliários. Este órgão disciplina, fiscaliza e impõem sanções no que se referem aos atos praticados nesse mercado específico.

A busca da CVM, através de suas resoluções, e na edição de regras e requisitos que devem ser seguidos pelas companhias que pretendem abrir seu capital como forma de angariar recursos, nada mais é do que a mesma base Constitucional que o Estado deve proteger o Sujeito Passivo, ensejando a elaboração de normas infra-constitucionais.

Nesse mesmo sentido, e como no decorrer do presente capítulo, o Código Civil, juntamente com a doutrina, apresenta uma série de princípios contratuais que devem ser observados entre os pactuantes para dar validade ao que será ali entabulado.

No nosso entender, a relação que existe no mercado de valores mobiliários, mais especificamente entre a empresa que abre seu capital e o investidor, nada mais é do que uma relação contratual em que existem obrigações para ambas as partes, assim como só será pactuada a compra ou venda de ações com a manifestação da vontade de ambas as partes, em igualdade com uma relação contratual.

---

<sup>78</sup> BRASIL. Lei n. 10.406/2002, de 10/01/2002. Institui o Código Civil. Disponível em < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 17 agosto. 2010.

A observância de regras e normas estabelecidas pela CVM nada mais é do que uma tentativa de oferecer ao investidor uma maior proteção, assim como ocorre com os princípios norteadores dos contratos no Direito Civil.

Vimos que o princípio da boa-fé deve ser base em todas as relações contratuais no nosso Direito Civil Brasileiro, sob pena de termos a responsabilidade civil do responsável pelos dados, independente de culpa. Igualmente é o posicionamento da CVM, quando suas instruções normativas admitem a responsabilização civil do ofertante pelos prejuízos causados aos subscritores ou adquirentes, no caso da distribuição pública sem registro, ou sem a adequada divulgação de informações, presumindo-se a culpa do ofertante - veremos mais detalhadamente adiante.

Avaliaremos os requisitos obrigatórios para a realização de oferta pública, dentre elas, a necessidade do prospecto contendo todas as informações necessárias ao conhecimento do investidor, vinculando o ofertante às informações ali contidas. Poderíamos comparar tal formalidade exatamente com a oferta que acabamos de estudar, onde o ofertante deve cumprir com o que foi ofertado e tornado público.

Constataremos que, embora o Mercado de Capitais possua uma auto-regulação, podemos dizer que o mercado mobiliário, especificamente na relação existente entre a empresa que abre seu capital e o investidor, existe uma relação contratual e uma obediência aos princípios contratuais do Direito Civil, ainda que de forma indireta representada pelas instruções, resoluções da CVM e legislação específica.

## CAPÍTULO 3

### MERCADO DE CAPITAIS

Em lugar à frente, esclareceremos ao leitor sobre a origem e o conceito do Mercado de Capitais, assim como o funcionamento do órgão responsável pela fiscalização dessas atividades e a importância desse mercado no contexto da Economia global.

Importante entendermos, inicialmente, como funciona o Mercado Financeiro (sistema financeiro), vez que se entende ser o conjunto de instituições e operações preocupadas com o fluxo de recursos monetários entre agentes econômicos. Em outras palavras, é o mercado de tomadores e emprestadores de empréstimos, onde o valor da remuneração dos empréstimos é chamado de juros ou, em termos percentuais, de taxas de juros. Essa taxa representa, em dado período de tempo, a remuneração relativa que os emprestadores obterão e o custo relativo com que os tomadores de empréstimos terão que arcar<sup>79</sup>.

A necessidade de conhecimento do sistema financeiro é crescente, exatamente pela importância que desempenha na economia empresarial de um país e também pela maior complexidade que suas operações vêm apresentando.

#### 3.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E CONTEXTUALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

O sistema financeiro é composto por um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas. Seu órgão normativo máximo é o Conselho Monetário Nacional (CMN). Por meio do Sistema Financeiro Nacional (SFN), viabiliza-se a relação entre agentes carentes de recursos e agentes capazes de gerar poupança e, conseqüentemente, em condições de financiar o crescimento da economia<sup>80</sup>. Isso

---

<sup>79</sup> ISHIKAWA, Armando Mellagi Filho Sérgio. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Atlas, 2007. p.17.

<sup>80</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 35.

porque o Sistema Financeiro Nacional pode ser compreendido como um conjunto de instituições financeiras e instrumentos financeiros que visam a transferir recursos dos agentes econômicos superavitários aos agentes deficitários.

Todo processo de desenvolvimento de uma economia necessita de uma participação crescente de capitais, que são identificados por meio da poupança disponível em poder dos agentes econômicos e direcionados aos setores carentes de recursos. É em função desse processo de distribuição de recursos no mercado que se evidencia a função econômica e social do sistema financeiro.

Existe uma relação de primeira ordem entre o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais, havendo indicações de que existe um impacto positivo do mercado de capitais sobre a criação de empresas, no caso, podendo ser interpretado como um estímulo à realização de novos empreendimentos.

O sistema financeiro é segmentado pelos seguintes subsistemas: o mercado de crédito; o mercado cambial; o mercado monetário e o mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)<sup>81</sup>. Todavia, só nos aprofundaremos na conceituação do mercado de capitais por ser nosso objeto de estudo e pesquisa.

Os mercados de capitais são de médio a longo prazos, e de prazos indeterminados. Envolvem títulos representativos do capital das empresas e de operações de crédito sem intermediação financeira, ou seja, sem a participação de bancos. No mercado de capitais são efetuadas operações que não apresentam natureza de negócios creditícios, mas visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras, através de capital de risco, mediante oferta pública de valores mobiliários.

Nas operações bancárias típicas, são realizadas operações de financiamento, de empréstimos, enquanto no mercado de capitais ocorrem principalmente negócios de “participação”, uma vez que o retorno do investimento por parte do acionista está, em regra, relacionado à lucratividade da companhia emissora dos títulos<sup>82</sup>.

O mercado de capitais possui função importante: a de fazer com que a poupança (nacional e estrangeira) financie a atividade produtiva, ou seja, as empresas. No mercado de capitais, a relação de investimentos se dá diretamente

---

<sup>81</sup> EIZIRIK, Nelson et al. p. 06.

<sup>82</sup> Ibid., p. 08.

entre a companhia emissora de ações e o investidor que as adquire, prescindindo-se da intermediação bancária.

Sobre o que dissemos, trazemos as palavras de Julian Chediak<sup>83</sup>:

No mercado de valores mobiliários a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma direta. Não existe intermediação efetiva (existe, quase sempre, a *participação* de um intermediário financeiro, mas tal intermediário não age em nome próprio). Quando uma companhia emite publicamente uma ação, apesar de ser obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor adquire a ação diretamente da companhia. A relação jurídica entre o aplicador e o tomador é direta.

Segundo Nelson Eizirik<sup>84</sup>, a função econômica essencial do mercado de capitais é permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimentos ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se trata de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos dos investidores, mas sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras. É daí que decorre a natureza do mercado de capitais como um mercado de “risco”, uma vez que o investidor não possui qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos - que, lembramos, dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia.

Por intermédio desse mercado, os empresários (sócios fundadores da companhia, geralmente) podem reduzir alguns dos riscos por eles assumidos quando do início do empreendimento, repartindo-os com terceiros, ou seja, as pessoas que adquirem as ações das companhias - aquelas que assumem não só os riscos dos negócios, mas também determinados direitos sobre o patrimônio social e sobre os rendimentos gerados pela atividade desenvolvida.

Dessa forma, os acionistas fundadores de uma companhia, por intermédio de ofertas públicas de ações, adquirem a possibilidade de vender suas participações no

---

<sup>83</sup> CHEDIK, Julian. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: JORGE LOBO. *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Forense: Rio de Janeiro, 2002. p. 527.

<sup>84</sup> EIZIRIK, Nelson. Op. Cit.

mercado, já que tais participações tornam-se negociáveis, repartindo os riscos do empreendimento com o público investidor.

Além de permitir a capitalização das empresas, o mercado de capitais apresenta algumas outras funções econômicas<sup>85</sup>:

- a) conciliação de interesses do poupador de oferecer recursos a curto prazo com a necessidade da empresa emissora em obter recursos de médio e longo prazo;
- b) transformação do montante de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos convertem-se em grandes e consolidados montantes de capital;
- c) alteração da natureza dos riscos, quando permite que se transformem uma série de investimentos de alto risco individual, este de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos curtos;
- d) maior velocidade no processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários (debêntures, ações, etc.) são padronizados e aptos a circularem em massa;
- e) aquisição de uma maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos.

O Mercado de Capitais pode ser distinguido por dois segmentos: o mercado primário e o mercado secundário. Para melhor situar o leitor, explicaremos, a seguir, como funciona cada um desses segmentos.

No mercado primário ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários. É nesse segmento que se atende à finalidade principal do mercado de capitais, ou seja, a de permitir a captação de recursos do público. Esses recursos são encaminhados diretamente para as entidades emissoras, que poderão utilizá-los em seus projetos de investimentos. Subscrevendo os valores mobiliários, os

---

<sup>85</sup> Ibid.

poupadores, nessa negociação, passam a participar dos resultados do empreendimento econômico. É nesse mercado onde ocorre a emissão de ofertas públicas de ações que nos interessa neste estudo.

No mercado secundário, por sua vez, não há ingresso de recurso para companhias emissoras, inexistindo, dessa forma, a emissão de novos títulos. Nesse mercado, as operações são realizadas entre os poupadores sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários. A função essencial desse mercado é a de conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que seus adquirentes possam vendê-los rapidamente. Todavia, é importante sabermos que, sem a existência de um mercado secundário ativo, ficariam muito prejudicadas as operações de captação de novos recursos no mercado primário, uma vez que os poupadores teriam dificuldades para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos<sup>86</sup>.

Em outras palavras, é de extrema importância para as companhias emissoras que suas ações possuam liquidez no mercado secundário, pois será mais fácil colocar no mercado novos títulos, uma vez que os investidores, normalmente, preferem adquirir valores mobiliários que possam mais rapidamente alienar. Ademais, a cotação das ações de uma companhia no mercado secundário, ou seja, o valor pelo qual são negociadas, constitui um parâmetro fundamental para que se calcule o preço de emissão das novas ações no mercado primário, nos termos do artigo 170, parágrafo primeiro, da Lei das S.A.<sup>87</sup>.

No mercado secundário, as operações com valores mobiliários podem ser realizadas em Bolsa de Valores, ou de Futuros e Mercadorias, ou, ainda, no chamado “mercado de balcão”. Os investidores podem, a seu cargo, comprar ou vender seus valores mobiliários fora das bolsas ou do mercado de balcão, sem a participação de qualquer intermediação financeira. Essas operações são privadas, realizadas fora do mercado de capitais.

A bolsa, mercado organizado e fiscalizado, é o ambiente onde as operações ali realizadas geram algumas espécies de contratos que recebem o nome de “contratos de bolsa”. Estes são sempre espécies dos contratos de compra e venda que, em razão de suas características formais, passam a constituir uma categoria

---

<sup>86</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p. 10.

<sup>87</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 21 jul. 2010.

especial, em que o uso e os costumes são importantes na sua interpretação e a organização das bolsas passa a ser indispensável à sua viabilização.<sup>88</sup>

A partir de 1965, com a Lei do Mercado de Capitais, reformularam-se as bases do mercado brasileiro de capitais e as bolsas passaram a adotar o sistema norte-americano de “pregão contínuo”, o chamado “viva voz” (cada vez menos utilizados) ou eletrônico.

As Bolsas constituem entidades que permitem a centralização das operações no mercado secundário, mediante os quais se assegura a continuidade das operações e a divulgação instantânea dos preços praticados. Elas atuam como corporações auto-reguladoras, regulando a conduta das instituições que nelas operam, zelando para que sejam sempre preservados os padrões éticos nas negociações<sup>89</sup>.

As bolsas e o mercado de balcão apresentam algumas características eficazes ao desenvolvimento regular e ordenado das operações no mercado secundário, como, por exemplo:

- a) acesso limitado a negociações apenas aos membros habilitados, pois aumenta a credibilidade dos sistema e permite aos intermediários maior tranquilidade quanto à solvência da contraparte na operação;
- b) regras de negociações uniformes como os horários das operações, procedimentos de liquidações das operações, etc., reduzindo os custos de transação;
- c) procedimentos de compensação que reduzem os riscos de inadimplência;
- d) resolução de disputas, atuando as bolsas, habitualmente, como árbitros nos conflitos surgidos entre seus membros;

---

<sup>88</sup> SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *O Contrato futuro*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, p. 26.

<sup>89</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 11.

- e) elaboração e fiscalização das condutas éticas a serem observadas pelos intermediários das operações, no exercício de seu poder de auto-regulação, entre outros.

O que se pretende com o presente trabalho é demonstrar que os mercados organizados, sob a forma de bolsa, dão nascimento a inúmeros contratos que complementam os originados da compra e venda, que possuem regulação por ser fruto de uma participação entre Poder Público e entidades bursáteis, com regulação específica sob as Leis nº 4.595/64 e Lei nº 4.728/65 e as Resoluções do Conselho Monetário Nacional<sup>90</sup>.

Mais adiante, trataremos da legislação sobre o mercado de capitais e como funcionam as contratações realizadas na bolsa.

## 3.2 LEGISLAÇÃO E REGULAÇÃO ESPECÍFICA DO MERCADO DE CAPITAIS

Como dito, os valores mobiliários diferem dos outros bens em alguns aspectos fundamentais: primeiro, eles não possuem um valor intrínseco, isto é, não tem valor em si – o valor de uma ação, por exemplo, depende, dentre outros fatores, de sua liquidez no mercado, das atividades desenvolvidas pela empresa emissora, da lucratividade que venha a apresentar em um determinado período de tempo e das perspectivas futuras no negócio a que a emissora se dedica; em segundo lugar, os valores mobiliários não são bens produzidos ou fabricados para serem usados ou consumidos. Eles são emitidos e, após, ofertados aos investidores, que podem negociá-los no mercado secundário por um número indeterminado de vezes; em terceiro lugar, embora possuam uma aptidão para circular publicamente em massa, devido à sua natureza fungível, os ativos considerados valores mobiliários têm características díspares entre si, por atribuírem aos seus titulares diferentes direitos e, também, por serem utilizados para diversas finalidades<sup>91</sup>.

---

<sup>90</sup> Res. CMN 39/66, Res. CMN 922/84, Res. CMN 1656/89 e Res. CMN 2690/00, emanadas do Conselho Monetário Nacional, veiculadas e aplicadas pelo Banco Central do Brasil.

<sup>91</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p.24.

Por constituírem bens com características tão peculiares, é fundamental que os valores mobiliários estejam disciplinados em legislação especial, uma vez que as normas de direito civil, comercial ou mesmo as destinadas à proteção dos consumidores não são suficientes para garantir uma efetiva proteção aos adquirentes.

Dessa forma, o mercado de valores mobiliários recebeu uma disciplina própria, ou seja, uma edição de legislação específica sobre a matéria, a Lei nº 6.385/1976, e, ainda, a criação de um órgão estatal com a finalidade de disciplinar, regular e fiscalizar exclusivamente esse segmento do Sistema Financeiro Nacional, que é a CVM.

O artigo 1º, da Lei 6.385/76, com última redação dada pela Lei 10.303/2001, dispõe que serão disciplinadas e fiscalizadas, entre outras, as atividades de emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado, a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários, a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros, nas quais são negociados valores mobiliários, entre outros.

A partir daí, podemos extrair a competência dos órgãos da Administração Pública encarregados da fiscalização das atividades desenvolvidas no mercado financeiro. Vejamos: tratando-se de oferta, intermediação, negociação ou distribuição pública por partes dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários discriminados no artigo 15º, da Lei nº 6.385/76, a competência é da CVM; já os negócios envolvendo quaisquer outros ativos financeiros, que não sejam valores mobiliários, serão fiscalizados pelo Banco Central.

A CVM, ao regulamentar a emissão e distribuição de valores mobiliários, poderá, nos termos do artigo 2º, §3º, da Lei 6.385/76<sup>92</sup>, entre outros:

- a) exigir que os emissores de valores mobiliários destinados à distribuição pública se constituam sob a forma de sociedade anônima;
- b) exigir que as demonstrações financeiras dos emissores ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, para cujo financiamento

---

<sup>92</sup> BRASIL. Lei n. 6.385/76, de 07/12/76. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6385.asp>>. Acesso em: 22 jan. 2008.

são distribuídos os valores mobiliários, sejam auditadas por auditor independente registrado na CVM;

- c) estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento destinados à negociação pública, recusando a admissão ao mercado de emissão que não satisfaça tais padrões.

A CVM, desde sua criação, vem editando diversas normas no sentido de proteger os investidores, assegurando-lhes um conhecimento preciso a respeito dos títulos que estão sendo negociados no mercado, garantindo-lhes um fluxo de informações sobre os papéis negociáveis e, ainda, procurando coibir a prática de atos ilícitos ou fraudulentos no âmbito do mercado de capitais.

Não nos cabe aqui tratar da evolução histórica das Leis, Medidas Provisórias, Decretos, etc. que já foram editadas para regular o mercado de capitais brasileiro. Importante é sabermos que a Medida Provisória de nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001, estabeleceu que seriam considerados valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76, quando ofertados publicamente, os 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.

Com o advento da citada Lei (10.198/2001), os valores mobiliários passaram a ser não só aqueles previstos na legislação anterior, mas também quaisquer contratos de investimento oferecidos ao público investidor, que aplica os seus recursos na expectativa de obter lucro, não possuindo controle direto sobre o empreendimento, uma vez que o responsável pelo sucesso do negócio é o empreendedor.

Em complementação às reformas empreendidas, foi editada a Lei nº 10.303/2001, que, entre outras inovações, trouxe a sistematização do elenco de valores mobiliários, incluindo títulos ou contratos de investimentos coletivos, os chamados derivativos e as cotas de fundo de investimento. A vantagem dessa adoção mais ampla de valores mobiliários é que, assim, evitar-se-ia a reformulação periódica da legislação sobre o mercado de capitais, incluindo as situações futuras

em que fossem ofertados novos produtos aos investidores, o que implicou no aumento do âmbito de atuação e fiscalização da CVM<sup>93</sup>.

Simultaneamente à edição da Lei nº 10.303/2001, que alterou a Lei nº 6.385/1976, a Medida Provisória de nº 8, que foi convertida na Lei nº 10.411/2002, e o Decreto nº 3.995/2001, trouxe algumas reformulações, ampliando o mercado de valores mobiliários e incluindo novos títulos e contratos no conceito de valores mobiliários; também trouxe a extensão da competência da CVM, a alteração dos procedimentos administrativos por ela instaurados e a modificação de sua estrutura.

Com a edição da citada Medida Provisória, que foi convertida, posteriormente, na retrocitada Lei nº 10.411/2002, a Comissão de Valores Mobiliários, que até então era uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, foi elevada à condição de entidade autárquica em regime especial, passando a ostentar o status de agência reguladora, passando a CVM, dotada de autonomia, a exercer funções regulatórias, cuja administração compete a um Colegiado que tem seus membros nomeados pelo Presidente da República e que detêm mandato por tempo determinado.

Em conformidade com o artigo 3º, da Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários, aprovada pelo Decreto nº 4.763/2003<sup>94</sup>, a CVM é, atualmente, dirigida por um Colegiado composto por um Presidente e quatro Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados em sabatina pelo Senado Federal, dentre pessoas de reputação ilibada e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

A CVM funciona como órgão de deliberação colegiada, pronunciando-se por meio de votos de seu Presidente e Diretores. Não existe hierarquia no cômputo dos votos, só em caso de empate, o Presidente é possuidor do “voto de minerva” e seu entendimento prevalecerá.

A CVM, como ente da Administração Pública, possui sua atuação limitada pelos ditames legais. Como dito, a Lei nº 6.385/1976 atribuiu-lhe competência para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas a determinado segmento do sistema financeiro – o mercado de valores mobiliários. Dentre os quatro segmentos compreendidos no sistema financeiro nacional, o de valores mobiliários encontra-se

---

<sup>93</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p.55.

<sup>94</sup> Este Decreto foi alterado posteriormente pelos Decretos nºs 4.933/2003 e 5.946/2006.

sob a fiscalização da CVM; os demais (o de crédito, o monetário e o de câmbio) são regulados e supervisionados pelo Banco Central do Brasil (BACEN)<sup>95</sup>.

Podemos dizer que a atuação da CVM abrange a disciplina e a fiscalização das seguintes atividades no mercado de valores mobiliários, conforme disposto no artigo 1º da Lei nº 6.385/76<sup>96</sup>: emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. Também é atribuição da CVM a organização e o funcionamento das operações das Bolsas de Valores e das Mercadorias e Futuros. Tendo em vista sua natureza jurídica de agência reguladora, a CVM possui poderes para regular, fiscalizar e sancionar todas as atividades descritas, as quais se encontram, em última análise, ligadas ao conceito de valores mobiliários, sendo tal conceito balizador de sua competência.

Nesse sentido, empresas de auditorias, companhias abertas, corretoras de valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, fundos de investimento, administradores de carteira, entre outros, todas as entidades que exercem atividades dentro do escopo previsto no artigo 1º, da Lei nº 6.385/76, e que envolvam valores mobiliários, serão regulados e fiscalizados pela CVM. Ainda compete à CVM o poder de regular as matérias expressamente previstas na Lei das Sociedades Anônimas e na própria Lei nº 6.385/76, em seu artigo 8º, inciso I.

A atuação da CVM revela-se necessária à disciplina eficaz do mercado, pois, como veremos, deve pautar-se pela eficiência de seus atos, procurando, sempre que possível, como verdadeira instância regulatória que é, inclusive com capacidade normativa frente a conceitos indeterminados como condições artificiais de demanda, combater a manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas.

A CVM está sujeita ao princípio da legalidade, como todas as demais autarquias de nosso ordenamento. Porém, é inquestionável que, pelas particularidades do mercado que disciplina (de valores mobiliários), sua atuação não pode ser comparada com a de outras autarquias, cuja liberdade de atuação é mais

---

<sup>95</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p.245.

<sup>96</sup> BRASIL. Lei n. 6.385/76, de 07/12/76. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6385.asp>>. Acesso em: 22 jan. 2008.

restrita, incapazes de inovar a lei, disciplinar o acesso de agentes privados ao mercado e regular sua conduta<sup>97</sup>.

Nesse sentido, a reforma legislativa de 2001 visou a assegurar a autonomia, a ampliação e a competência da CVM, qualificando-a como “entidade autárquica em regime especial”, dotada de “autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”<sup>98</sup>.

Quanto à regulação, sabemos que em determinada atividade devem-se estabelecer limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre. Dessa forma, em um modelo puro de economia de livre mercado, a ordem jurídica não estabelecerá uma regulação da conduta dos participantes, e sim, disciplinarão os direitos de propriedade e as relações contratuais.

Assim, as normas poderão ser tidas como reguladoras, na medida que limitem a liberdade dos participantes do mercado, seja quanto à conduta ou quanto aos bens negociados. A regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, quando é usualmente denominada “auto-regulação”, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos<sup>99</sup>.

A regulação de determinado mercado compreende as atividades de elaboração de normas regulatórias ou legais, do registro e da fiscalização das entidades que atuam no mercado. A aplicação de tais normas pode resultar em sanções administrativas, após o competente processo sancionador.

Ao regular determinada atividade econômica, o Estado manifesta sua intenção de não eliminar o mercado e de não deixá-lo funcionar de forma inteiramente livre, sem qualquer restrição. Seria ingênuo pressupor que a regulação do mercado de capitais visa apenas a atender objetivos de interesse público. Daí a opção pela regulação da conduta de seus participantes, quer ao nível de acesso, quer ao nível do exercício da atividade econômica, mediante limitações à realização de determinadas operações.

---

<sup>97</sup> EIZIRIK, Nelson. Op.Cit., p. 253.

<sup>98</sup> Idem, O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, out./dez. 2006, p.32 et seq.

<sup>99</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p.13.

Em conformidade com a teoria do interesse público, a regulação permitiria resolver os problemas da competição excessiva, da competição imperfeita, da inexistência de mercado e dos resultados economicamente indesejáveis gerados por um mercado não regulado. Os objetivos da regulação nesse mercado seriam os seguintes<sup>100</sup>:

- a) proteção dos investidores;
- b) eficiência do mercado;
- c) criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas;
- d) evitar a concentração de poder econômico;
- e) impedir a criação de situações de conflitos de interesse.

O objetivo assentado como essencial na regulação do mercado de capitais seria o da proteção dos investidores, como veremos detalhadamente mais adiante. Dessa forma, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários. Em outras palavras, os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos, e que as companhias atuantes apresentam integridade financeira. Devem acreditar que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas, podendo reduzir os riscos dos investidores, vedando a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação do mercado.

### **3.2.1 Da função fiscalizadora da CVM**

Como visto acima, a CVM é agência reguladora do mercado de valores mobiliários e, em virtude disso, detém função de fiscalização desse mercado, de forma a coibir e punir condutas que lhe sejam danosas. Nesse sentido, a CVM age

---

<sup>100</sup> EIZIRIK, Nelson. O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão. Op.Cit., p.18.

imbuída de seu poder de polícia, ou seja, limitando a liberdade individual em prol de um interesse público ou coletivo<sup>101</sup>.

O exercício do poder de polícia será o de regular a obediência à ordem jurídica presidida pela Constituição Federal, onde estão inseridos princípios da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e razoabilidade, evitando-se, assim, o exercício arbitrário, ferindo os direitos fundamentais do homem.

A CVM possui poderes para controlar a aplicação da lei de maneira preventiva ou repressiva, pelos meios que lhe foram outorgados pela Lei nº 6.385/1976. O artigo 9º, incisos e § 1º, por exemplo, habilita a CVM a averiguar fatos, investigando-os, e a impor condutas, com o objetivo de prevenir ou reprimir danos aos investidores. Assim, o aludido dispositivo legal confere, expressamente, à CVM, poderes para:

- a) examinar os registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos etc;
- b) intimidar as pessoas arroladas para prestação de informações;
- c) requisitar informações a outros órgãos públicos;
- d) determinar a republicação de demonstrativos financeiros, relatórios e outras informações;
- e) apurar atos ilegais, aplicando-lhes penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76;
- f) suspender as negociações de valores mobiliários;
- g) suspender ou cancelar registros;
- h) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;

---

<sup>101</sup> DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. São Paulo: Atlas, 2001. p. 110.

- i) proibir aos participantes do mercado a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

No exercício do poder fiscalizatório da CVM, a Superintendência de Fiscalização Externa (SFE) exerce papel preponderante, realizando inspeções nas entidades integrantes do mercado de valores mobiliários e instruindo inquéritos administrativos.

### **3.2.2 Do poder sancionador da CVM**

Como dito, a CVM possui poder sancionador dentro do mercado de capitais. Todavia, seu processo sancionador deve respeitar princípios básicos e comuns aos processos sancionadores da administração pública, como veremos.

Na disciplina do sistema financeiro e do mercado de capitais, o direito administrativo sancionador constitui reflexo do exercício do poder de polícia do Estado sobre as atividades desenvolvidas pelos particulares, como agente normativo e regulador, segundo preceitos do artigo 170, da Constituição Federal, aplicando as penalidades administrativas às pessoas que praticam atos qualificados em lei ou regulamento como ilícitos administrativos.

O processo administrativo sancionador da CVM deve observar as normas procedimentais específicas elencadas em diversos atos normativos, assim como as disposições da Lei nº 9.784/1999, que estabelece os princípios orientadores do processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal, dentre os quais os da legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa, publicidade e segurança jurídica.

Conforme orientação adotada pela CVM<sup>102</sup>, são reconhecidas duas fases no processo administrativo sancionador: a primeira, de investigação, e a segunda, de contraditório, que se inicia com a intimação dos indiciados para apresentação de defesa, intimação esta que já deve existir uma efetiva acusação de prática de ilícitos.

---

<sup>102</sup> Parecer de Orientação CVM nº 6, de 28.04.1980, do Dr. Paulo Cezar Aragão, então, Superintendente Jurídico da CVM. Disponível em: < [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) >. Acesso em: 06 ago. 2010.

Para que uma pessoa seja indiciada em processo administrativo sancionador, deve ficar demonstrada a existência de indícios de que perpetrou ato ilícito no mercado de valores mobiliários; sem esses indícios, constituiria evidente abuso de poder da CVM, contaminando de nulidade o ato administrativo.

O presente trabalho não pretende aprofundar-se sobre o processo administrativo sancionador adotado pela CVM, e sim, apresentar ao leitor que a CVM possui esse caráter sancionador e pode utilizar-se de suas resoluções, com base em Lei, para aplicar sanções a quem cometer ilícito dentro do mercado de valores mobiliários.

### 3.2.3 A CVM e o poder judiciário

Pelo disposto no artigo 31 da Lei nº 6.385/1976, é admissível que a CVM intervenha em processos judiciais nos quais sejam discutidas questões de direito societário e de mercado de capitais, que são sujeitas, no âmbito administrativo, à sua competência. A essa intervenção dá-se o nome de *amicus curiae*, originário do direito constitucional americano, que permite a interferência de terceiros em processos judiciais que podem afetar a sociedade como um todo<sup>103</sup>.

São raros os órgãos judiciais dotados de competência especializada em matéria empresarial em nosso ordenamento jurídico. Daí a possibilidade de conferir à CVM cooperação com o judiciário, visando a melhor adequação de suas decisões em questões que envolvam mercado de capitais e direito societário.

A atuação como *amicus curiae* é importante para os juízes, uma vez que se trata de matéria relacionada a mercado de valores mobiliários pertencente a uma área com muitas especificidades. A manifestação da CVM auxilia não só o Juiz na sua decisão, mas ao mercado como um todo.

Recebida a intimação judicial, a Procuradoria Federal Especializada da CVM (PFE-CVM), ou a área relacionada ao assunto tratado, opina tecnicamente sobre o tema discutido no processo, fornecendo informações, tais como jurisprudências administrativas, legislação e doutrina aplicáveis ao caso com o objetivo de propiciar ao julgador os esclarecimentos necessários à tomada de sua decisão<sup>104</sup>.

---

<sup>103</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p.260.

<sup>104</sup> EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*. Op.Cit., p. 261.

Em conformidade com o parágrafo primeiro, do artigo 31 da Lei nº 6.385/76, a CVM será intimada para oferecer parecer ou prestar esclarecimentos após a contestação. Assim, só será apresentado o *amicus curiae* após manifestação das partes, onde a CVM tem a possibilidade de conhecer todos os aspectos da questão e as várias versões dos fatos, antes de apresentar seu posicionamento ao juiz.

Após prestar os esclarecimentos ou fornecer parecer sobre o caso, a CVM deverá ser intimada de todos os próximos atos processuais subsequentes, sejam de instrução ou julgamento, conforme preceitua o artigo 31, da Lei nº 6.385/76. Além disso, a citada Lei atribui à CVM legitimidade para interpor recursos quando as partes ficarem inertes.

Todavia, não existe qualquer obrigação do juiz seguir o parecer e os esclarecimentos da CVM, podendo divergir de seu entendimento. Contudo, a opinião do órgão regulador do mercado de capitais mostra-se de grande importância para uma boa compreensão das questões de fato e de direito discutidas no processo; seus pareceres, em sua condição de *amicus curiae*, certamente propiciam ao julgador um conhecimento mais amplo do mercado.

### 3.3 CONTRATAÇÕES E TIPOS DE NEGOCIAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS

Cientificados da origem e da regulação existente no mercado de capitais, importante sabermos alguns tipos de contratações existentes nesse mercado, especificadamente, as contratações entre as empresas emissoras de ações e os investidores que adquirem essas ações.

Até o presente momento, vimos que o mercado de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro visando a três fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos; o financiamento das atividades econômicas; e a redução dos custos de transação<sup>105</sup>. Como vimos, esse mercado cumpre as suas funções a partir de uma progressiva “financeirização” das relações econômicas ou, em outras palavras, o

---

<sup>105</sup> YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 125.

processo pelo qual essas relações são “monetizadas” e incorporadas a instrumentos negociáveis, para os quais se provê certa liquidez.

No mercado de capitais, a relação de financiamento se estabelece diretamente entre prestador de recursos e seu beneficiário, a partir da emissão, por este último, de obrigações primárias ou diretas<sup>106</sup>, como ações, debêntures ou *commercial papers*, adquiridas por aquele primeiro.

No mercado de capitais, são realizadas as operações de longo prazo ou de prazo indeterminado, destinadas ao financiamento de atividades empresariais, assim como processos de securitização, permissivos do “alongamento do perfil” das dívidas das empresas (prolongar a dívida por mais tempo), conforme a natureza da operação e as finalidades pretendidas, podendo participar dos bancos de investimentos, instituições de fomento e sociedades corretoras e distribuidoras.

### **3.3.1 Empresa emissora de ações – capital**

Por intermédio do mercado de capitais, os empresários (geralmente, sócios fundadores da companhia) podem reduzir alguns dos riscos por eles assumidos quando do início do empreendimento, repartindo-os com terceiros. Esses terceiros, ao adquirirem as ações da companhia, assumem não apenas uma parcela daqueles riscos, mas também determinados direitos sobre o patrimônio social e sobre os rendimentos gerados pelas atividades<sup>107</sup>.

Dessa forma, através da emissão pública de ações, os acionistas fundadores de uma companhia, não apenas repartem os riscos do empreendimento com o público investidor, como adquirem a possibilidade de vender suas participações no mercado, uma vez que, presumivelmente, tais participações tornam-se negociáveis, ganhando alguma liquidez, permitindo ao empresário diversificar sua carteira, racionalizando sua exposição aos riscos e flutuações próprias de cada mercado em que as empresas que detenham participação atuem.

A Lei nº 6.404/76 dispõe sobre as Sociedades por Ações, suas características, objeto social e se a companhia será aberta ou fechada entre outras

---

<sup>106</sup> ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*, Thomson Learning, p. 05 apud YAZBEK, Otávio. *Ibid.*, p. 126.

<sup>107</sup> YAZBEK, Otávio. *Ibid.*, p. 82.

peculiaridades. A sociedade anônima, também referida pela expressão "companhia", é a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécies de valor mobiliário, em que os sócios, chamados acionistas, são responsáveis pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações adquiridas ou subscritas.

O conceito de sociedades anônimas (S/A) vem prescrito no artigo 2º, da lei 6.404/76, que dispõe sobre as sociedades por ações<sup>108</sup>: “Art. 1º - 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.” Conforme se depreende da doutrina, toda sociedade anônima tem seu capital dividido em ações, pois, se assim não o for, não pode ser denominada sociedade anônima. Isso quer dizer que, a partir da constituição de uma sociedade anônima, que obrigatoriamente deve ser de duas ou mais pessoas, o capital social é dividido em frações, com a participação de qualquer pessoa da sociedade que contribui para a formação do capital da empresa. As pessoas participantes de sociedade anônima são chamadas de acionistas<sup>109</sup>.

Existem dois tipos de sociedades anônimas: as que possuem capital aberto e as que possuem capital fechado. Para as companhias de capitais aberto, para serem assim consideradas, a lei exige que seus valores mobiliários estejam submetidos à negociações no mercado desses valores, ou seja, negociações em Bolsa ou Mercado de Balcão, devidamente registrados na CVM. Essas companhias emitem títulos e os vendem na Bolsa ou no Mercado de Balcão.

O investimento em companhias ou sociedades de capital aberto dá-se quando se objetiva um grande empreendimento, para o que é necessária a captação de recursos viáveis junto aos investidores em geral. Assim sendo, é necessário um grande aporte de capital para atingir os objetivos especificados.

Uma das principais vantagens nesta espécie de sociedade é a liquidez do capital. Um empreendedor que investe seu dinheiro neste tipo de companhia terá mais vantagens quando da venda de suas ações, pois é negociada na bolsa de valores e balcão, cuja venda pode se realizar rapidamente, considerando a

---

<sup>108</sup> BRASIL. Lei n. 6.404/76, de 15/12/76. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 17 ago. 2010.

<sup>109</sup> JUNG, Salete. Sociedade Anônima: Noção histórica. Breve visão sobre Ações e a Responsabilidade Civil. Disponível em: < <http://www.soartigos.com/articles/211/1/SOCIEDADE-ANONIMA-Nocao-historica-Breve-visao-sobre-Acoes-e-a-Responsabilidade-Civil-/Invalid-Language-Variable1.html>>. Acesso em: 17 ago. 2010.

segurança da sua aplicabilidade, especialmente se o empreendimento é uma sociedade próspera e age com seriedade.

Esses tipos de companhias, como dito anteriormente, são fiscalizadas rigorosamente pelo governo, que objetiva resguardar o investimento dos acionistas minoritários, através de sua agencia reguladora, CVM. Ratificando o que acima foi exposto, posicionou-se nesse sentido o jurista Fábio Ulhoa Coelho<sup>110</sup>:

As sociedades anônimas abertas contam com recursos captados no mercado de capitais, e, por isso, sujeitam a sua administração à fiscalização governamental. O objetivo desse controle é conferir ao investimento em ações e outros valores mobiliários dessas companhias a maior segurança e liquidez possível.

No sentido de oferecer ao investidor maior segurança, no caso das sociedades anônimas abertas, o Estado possui a obrigação de manter severa fiscalização e controle (através da CVM), dando publicidade a todos os atos nela praticados, especialmente no sentido de resguardar os interesses dos acionistas em particular e, também, dos interesses sociais. Esse interesse social é clarividente nesse tipo de sociedade de capital, posto que, com o investimento de diversas pessoas, da sociedade em geral, podem advir consequências benéficas ou malélicas, de acordo com a administração adotada em cada uma delas, o que pode gerar insegurança, cujo objetivo está fora das expectativas do poder estatal.

Já as companhias de capital fechado - que não fazem parte de nosso corpus de estudo e, por isso, não há um estudo aqui um pouco mais exaustivo - são as que não se enquadram nos requisitos das sociedades abertas. São, normalmente, sociedades pequenas, com um número de acionistas inferiores a 20 (vinte), com patrimônio inferior ao estabelecido pela CVM para as S/A de capital aberto, enquadradas no art. 294, da Lei das S/A<sup>111</sup>.

Para conhecimento do leitor, temos que o capital é o montante financeiro de propriedade da Companhia, relativo à soma das contribuições dos sócios. Não se confunde com patrimônio social. A sua principal função é constituir o fundo inicial, com o qual se tornará viável o início da vida econômica da sociedade.

---

<sup>110</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de direito comercial*. 20.ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

<sup>111</sup> JUNG, Salete. Sociedade Anônima: Noção histórica. Breve visão sobre Ações e a Responsabilidade Civil. Disponível em: < <http://www.soartigos.com/articles/211/1/SOCIEDADE-ANONIMA-Nocao-historica-Breve-visao-sobre-Acoes-e-a-Responsabilidade-Civil-/Invalid-Language-Variable1.html>>. Acesso em: 17 ago. 2010.

A natureza jurídica do capital seria o conjunto de bens e valores representativos dos direitos creditórios dos acionistas. É propriedade incorpórea e de Direito Patrimonial. Esse capital deverá ser expresso em moeda nacional. O Estatuto da Companhia fixará o seu valor, que será corrigido anualmente. Mas só poderá ser alterado em conformidade com a Lei 6404/76 e o Estatuto Social.

Já os valores mobiliários seriam o conjunto de títulos emitidos pelas sociedades anônimas, compreendendo as ações, partes beneficiárias, debêntures, bônus de subscrição, entre outros, criados e emitidos pelas S/A. Tanto as Sociedades Abertas como as Fechadas emitem valores mobiliários e, conforme sejam eles colocados no mercado, determinam se a sociedade será de capital aberto ou fechado.

Para poder participar do mercado de capitais, faz-se necessário que a companhia seja Sociedade por ações e possua seu registro perante a CVM, como veremos mais adiante. Porém, inicialmente, devemos conceituar o que seria uma “ação” e suas espécies, para, após, identificarmos como a empresa de capital aberto pode ofertar no mercado de valores mobiliários suas ações.

A Ação constitui um título de participação no capital social da sociedade anônima emissora, que confere ao seu titular o *status socii*, ou seja, o direito de participar da sociedade, como acionista. Representa os direitos e as obrigações que o acionista adquire, na qualidade de sócio da companhia, em função de sua participação no capital social<sup>112</sup>.

Esse título confere ao seu titular (acionista) direitos essenciais ou modificáveis. Os direitos essenciais dos acionistas são aqueles que não podem ser invalidados ou derogados pelo estatuto social, e muito menos por deliberação da maioria reunida em Assembléia Geral, salvo quando a própria lei admite essa possibilidade - por exemplo, com o direito de voto, que são os seguintes: direito de participar dos lucros sociais; direito de fiscalização, na forma da lei; direito de preferência para subscrição de valores mobiliários emitidos pela companhia; direito de recesso, nos casos previstos em lei. O elenco desses direitos funciona, na prática, como verdadeiro limite imposto aos poderes dos controladores<sup>113</sup>.

---

<sup>112</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p.57.

<sup>113</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 2.ed, v.2. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 58.

Os direitos modificáveis, por sua vez, são aqueles que não estão, expressamente elencados no artigo 109, da Lei das S/A, e que o estatuto, ou a lei, permitam a sua restrição, ou até mesmo sua supressão. Ressalte-se que o artigo 109 não traz um elenco exaustivo; possui caráter essencial, intangível, inderrogável e irrenunciável. Tanto o é, que o §2º, do artigo 109, dispõe taxativamente que os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto social ou pela assembleia geral.

Ademais, importante informar que existem outros artigos esparsos na Lei das S/A que asseguram ao acionista direitos individuais de caráter essencial, tais como o direito de promover ação de responsabilidade contra administração (artigo 159), o direito ao *tag along* (artigo 254 – A), o direito de participar das assembleias e nelas discutir os assuntos previstos nas pautas (artigo 125), o direito de negociar livremente suas ações (artigo 36), o direito de requerer judicialmente a exibição dos livros sociais (artigo 105), dentre outros<sup>114</sup>.

De acordo com o artigo 15, da Lei nº 6.404/76, tendo em vista os direitos e vantagens conferidos a seus titulares, as ações podem ser classificadas em três espécies: ordinárias, preferenciais e de fruição. As ações ordinárias, cuja emissão é obrigatória em todas as companhias, outorgam aos seus titulares todos os direitos comuns de um acionista, ou seja, os direitos ordinários de sócio, sem restrições ou privilégios. Pode-se dizer que o principal direito conferido ao titular de uma ação ordinária é o direito ao voto, segundo disposto no artigo 110, da Lei das S/A<sup>115</sup>.

Já as ações preferenciais dão aos seus titulares algum privilégio ou preferência, como a prioridade da distribuição dos dividendos no mínimo superior a 10% do que foi atribuído às ordinárias, fixação de dividendos mínimos ou cumulativos, prioridade de reembolso em caso de liquidação, com prêmio ou sem ele, etc. Mas é privada de alguns direitos, tais como o voto, como veremos.

A ação preferencial seria aquela que atribui ao seu detentor um tratamento diferenciado em relação ao acionista possuidor de ação ordinária, cuja definição deve se fazer presente no estatuto da sociedade, fixando a preferência nesse tipo de ação<sup>116</sup>. Segundo conceituação de Fábio Ulhoa Coelho<sup>117</sup>:

---

<sup>114</sup> Ibid., p.338-339.

<sup>115</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p.59.

<sup>116</sup> JUNG, Salete. Op. Cit.

<sup>117</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Op. Cit.

Ações preferenciais são aquelas que atribuem ao titular uma vantagem na distribuição dos lucros da sociedade entre os acionistas. A natureza e a extensão da vantagem devem ser definidas pelo estatuto, que lhes deve assegurar, por exemplo, o recebimento de um valor fixo ou mínimo a título de dividendos.

Assim sendo, se em um determinado exercício, após o pagamento dos dividendos preferenciais mínimos, a empresa não obtiver lucros para o pagamento dos acionistas ordinários, estes ficam sem nada receber, pois os lucros obtidos só foram suficientes para satisfazer os acionistas preferenciais mínimos, tudo com base no que reza o estatuto. Caso sobre lucro, após o pagamento aos acionistas preferenciais, dos dividendos mínimos, os acionistas ordinários receberão da companhia pagamento diferenciado, de acordo com a espécie de ação obtida.

Algumas dessas vantagens, de natureza econômica, muitas vezes são conferidas aos titulares em detrimento de alguns direitos comuns - geralmente o de voto, sendo certo que as restrições às ações preferenciais devem constar expressamente do estatuto social. De acordo com o artigo 111, da Lei Societária<sup>118</sup>, “o estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições”.

Como se viu, os titulares de ações preferenciais de uma companhia obtêm vantagens e, em contrapartida, podem sofrer restrições, conforme previsão do artigo 111, da Lei da S/A, fundadas no direito de voto nas assembleias gerais. Diante disso, o estatuto da companhia é que deve mencionar se há ou não essa restrição e, sendo o voto restrito a esses acionistas, estes ficam excluídos da participação das decisões de interesse da companhia<sup>119</sup>.

Nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho<sup>120</sup>, "O preferencialista sem direito de voto torna-se, assim, mero prestador de capital". Dessa forma, o possuidor de ações preferenciais exerce o direito de fiscalização quanto à administração da companhia, sem direito de interferência. Com exceções, previstas no estatuto da companhia, o detentor de ações preferenciais pode adquirir o direito ao voto em algumas situações, por exemplo, quando deixarem de pagar os dividendos fixos ou mínimos a

---

<sup>118</sup> BRASIL. Lei n. 6.404/76, de 15/12/76. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 17 ago. 2010.

<sup>119</sup> JUNG, Salete. Op. Cit.

<sup>120</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Op. Cit., p. 126.

que fizerem jus; tais direitos serão conservados até o pagamento, se esses dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso, não sendo possível exceder 3 (três) exercícios consecutivos.

As ações preferenciais, como dito, conferem aos seus titulares determinadas preferências ou vantagens, que devem ser, necessariamente, definidas pelo estatuto, em relação às ações ordinárias, como a prioridade da distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; a prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou a acumulação destas preferências e vantagens (artigo 17, da Lei das S/A)<sup>121</sup>.

Por último, as ações de fruição, ao invés de distribuir dividendos, resolvem amortizar um lote de ações, geralmente através de sorteio, pagando o valor nominal a seus titulares. Essas ações não representam o capital da empresa e terão apenas os direitos que forem fixados nos estatutos ou nas assembleias.

As ações de fruição possuem natureza de apenas títulos de crédito, e podem ser negociáveis. Mas como não representam parte do capital social, não poderiam ser considerados como ações. As ações de fruição são atribuídas aos acionistas, em que as ações ordinárias ou preferenciais foram totalmente amortizadas. Por amortização, nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho<sup>122</sup>, entende-se: "a antecipação ao sócio do valor que ele provavelmente receberia, na hipótese de liquidação da companhia". Já sobre o direito de voto dos titulares dessa espécie de ações preferenciais, depende do que deliberar a assembleia geral, uma vez que não representam o capital da empresa, tendo apenas os direitos que forem fixados no estatuto ou nas assembleias.

As possibilidades de adquirir ações de fruição se dão quando a companhia, ao invés de distribuir dividendos, resolve reduzir um lote de ações e, geralmente ocorre por sorteio, pagando o valor nominal a seus titulares. Após, permite-se que aqueles antigos titulares adquiram outras ações em substituição, as de gozo ou fruição<sup>123</sup>.

Pelo exposto, importante sabermos que o investidor pode adquirir ações de diversas formas das companhias que abrem seu capital, e essas negociações, em nosso entender, podem determinar uma espécie de contrato, posto que possuem características que são bem próprias desse tipo de relação.

---

<sup>121</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p. 59.

<sup>122</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Op. Cit., p. 132.

<sup>123</sup> JUNG, Salete. Op. Cit.

Por entendermos ser um tipo de contratação, os investidores ficam à mercê dos problemas que podem ocorrer nesse tipo de negociações e, por isso, recebem proteção e fiscalização da CVM, que nomeia, inclusive, árbitros para resolução de problemas oriundos dessa relação contratual.

Acontece que, como veremos, as regras de proteção utilizadas pela CVM se equiparam aos princípios contratuais regidos pelo direito civil e, dessa forma, no nosso entender, conferem ao investidor direito de mover o judiciário, requerendo a aplicação de princípios civis quando descumpridos pelas companhias, não cabendo, necessariamente, que as decisões judiciais sigam, exclusivamente, as estipulações da CVM.

### 3.3.2 As bolsas de valores

Em 1978, o pioneirismo do Professor Oscar Barreto Filho<sup>124</sup> quis que se desse maior divulgação à nascente modalidade de proteção sobre riscos, denominada contrato de “hedge”, lembrando-nos que:

a função econômica social específica do *hedging* perfaz-se mediante a justaposição de dois contratos de compra e venda a termo, de objeto equivalente, porém aos quais a mesma parte assume posição contrapostas, ora de vendedor, ora de comprador, de maneira a compensar os respectivos riscos de variação dos preços.

O que recentemente a Professora Rachel Sztajn<sup>125</sup> conceituou como *emptio spei*, ou seja, “permuta de coisa presente por esperança”, complementando que podem ser objetos de permuta, direitos reais, direitos de crédito, coisas corpóreas ou incorpóreas, coisas genéricas ou determinadas, coisas de espécies iguais ou diversas, coisas presentes ou futuras e, finalizando, que, nesses casos de compra e venda, podem ser vistos como um contrato aleatório do tipo compra e venda de esperança ou compra e venda de coisa esperada.

Durante toda a Idade Média, e até o século XVII, as funções das bolsas se resumiam à compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos. Os

---

<sup>124</sup> BARRETO FILHO, Oscar. As operações a termo sobre mercadorias. Hedging, RDM 29/11. Apud SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Op. Cit., p. 18.

<sup>125</sup> SZTAJN, Rachel. *Contrato e inovação financeira: ensaio sobre contratos e swaps*. Tese apresentada para Professor Titular do Departamento de Direito Civil da Faculdade de Direito da USP, 1996, p. 126. Apud SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Loc. Cit.

negócios, então, eram limitados pelas dificuldades de comunicação, escassez de capitais e ausência de crédito.

Importante saber que as bolsas de valores e de mercadorias e futuros constituem, em regra, “entidades privadas de natureza tipicamente corporativa, formadas pela livre vontade de seus associados”<sup>126</sup>. Ou seja, as bolsas constituem entidades privadas, que atuam em colaboração com o Poder Público, e para quais são delegados poderes para o exercício de atividades de natureza regulamentar e disciplinar no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Os mercados organizados sob a forma de bolsa deram surgimento a uma série de contratos que complementam os originados da compra e venda, e, no presente caso do mercado de capitais, esses contratos são regulados especificamente pelas resoluções da Comissão de Valores Mobiliários, que passou a delimitar a área de atuação das bolsas de valores, dividindo o mercado entre estas e o mercado de balcão.

Os bens ou direitos negociados nas bolsas de valores devem ser considerados pela ótica das sociedades anônimas que pretendam ser abertas, tal como reguladas pela Lei n° 6.404/76, com as alterações da Lei n° 9.457/97, para as quais existe uma série de atos e obrigações a serem cumpridos sob a jurisdição da CVM, para admissão de valores mobiliários de sua emissão em bolsa ou balcão.

Os sujeitos que pretendem uma participação prática nas operações em bolsa deverão considerar, preliminarmente, a existência de um contrato entre eles e a instituição intermediadora ou corretora, exigido para assegurar o rigor do sistema, encapsulando-o na malha formada pelas sociedades corretoras, membros titulares ou especiais da própria bolsa e a responsabilidade que assumem pelo adimplemento das operações junto ao órgão de compensação<sup>127</sup>.

De um modo geral, às bolsas são atribuídas duas funções básicas: a primeira é a de fornecer um local ou sistema adequado à realização de operações com títulos, dotados de todos os meios necessários à pronta realização e visibilidade dos negócios e que assegure, ademais, continuidade de preços e liquidez aos referidos títulos, com natureza econômica - a de conferir liquidez aos papéis transacionados em seu recinto ou sistema de negociações; a segunda função básica é a de preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de

---

<sup>126</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op.Cit., p. 194.

<sup>127</sup> SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Op. Cit., p.30.

comportamento para seus membros e fiscalizando a sua observância, sendo que tal função diz respeito à atuação da bolsa como entidade auto-reguladora, na medida que ela exerce, sobre seus membros e sobre as operações ali realizadas, poderes de regulamentação e fiscalização, com intuito de manter elevados padrões éticos de negociação<sup>128</sup>.

Após as definições das condições em que o comitente pretende que sejam cumpridas suas ordens pelo comissário é que se dá seguimento à compra e venda na bolsa nas diversas modalidades. Neste trabalho, trata-se especificamente da compra e venda de ações pelo investidor das empresas que abrem o capital.

Importante também saber que os contratos de bolsa são sempre negócios mercantis, mesmo que a definição do contrato de compra e venda esteja constante no artigo 481, do Código Civil, como um dos contratos pelo qual “um dos contratantes de obriga a transferir o domínio de coisa certa e, o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro”<sup>129</sup>.

Como nos contratos bilaterais resultam prestações correspectivas, estas não devem, necessariamente, ser contemporâneas; sua execução pode ser diferida no tempo. Nesse sentido, as operações em bolsa podem ser à vista, em que se paga o dinheiro no ato da entrega da coisa, ou podem ser operações em que uma das prestações é presente e a outra, diferida. Neste segundo caso, o pagamento do preço será em um contrato a prazo, com uma entrega futura.

Independentemente da classificação pelo prazo de liquidação dos contratos de compra e venda em bolsa, eles são consensuais, sinalagmáticos e onerosos. Todavia, devido aos traços próprios de cada negócio pretendido, nem todos são reais, cumulativos ou aleatórios. São contratos consensuais, uma vez que as manifestações da vontade se dão no ato declaratório oral do “fechado”, ratificado pela aposição das assinaturas dos comissários na ficha ou boleto de negociação, documento em que se confirma a operação com a descrição dos dados a ela pertinente. São sinalagmáticos, pois resultam em prestações correspectivas, cabendo a um dos comissários a entrega dos títulos e, ao outro, o pagamento do preço, excepcionada a entrega quando houver liquidação pela diferença. São onerosos, pois esta é uma constante nos contratos mercantis; e também são reais,

---

<sup>128</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p. 194.

<sup>129</sup> BRASIL. Lei n. 6.385/76, de 07/12/76. Código Civil. Disponível em: <[http://www.dji.com.br/codigos/2002\\_lei\\_010406\\_cc/010406\\_2002\\_cc\\_0481\\_a\\_0504.htm](http://www.dji.com.br/codigos/2002_lei_010406_cc/010406_2002_cc_0481_a_0504.htm)>. Acesso em: 17 ago. 2010.

por terem, como objetos, títulos e valores mobiliários, ou mesmo mercadorias, para entrega efetiva.

De uma forma geral, as partes no contrato de compra e venda mercantil podem, no exercício da autonomia contratual, estabelecer condições especiais entre si. Porém, nos contratos de bolsa, essa autonomia é limitada por condições próprias e idênticas para todos os contratos da mesma espécie. Os contratos de bolsa são contratos concluídos por meio de formulários, uma vez que todas as operações da mesma espécie revestem-se de características formais do negócio estruturado pela bolsa, em razão de sua organização operacional<sup>130</sup>.

Após a compra de ações no mercado primário, o investidor pode desejar converter suas aplicações realizadas novamente em dinheiro, vendendo suas ações para futuros compradores que não adquiriu as ações no momento de sua emissão primariamente. Para realizar esse tipo de operação, o vendedor deverá recorrer a uma instituição financeira credenciada a operar com valores, sendo essa operação denominada secundária. Nesses casos, o vendedor deverá dirigir-se a uma sociedade corretora, assim como o corretor. Essas corretoras recebem ordens de compra e venda de seus clientes e executará a operação de fechamento do negócio no “pregão” das bolsas de valores; isso caso a empresa seja registrada na bolsa e suas ações sejam aceitas para negociação<sup>131</sup>.

Segundo Juliano Lima Pinheiro<sup>132</sup>, o mercado secundário de ações:

É o lugar onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições. Portanto, torna-se uma condição para existência do mercado primário, em que as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O fator fundamental da 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 seu dinheiro com lucros.

A decisão de ter as ações negociadas na bolsa é da empresa/companhia. Devem apresentar o projeto de abertura à CVM e a empresa deve deixar claro que deseja que suas ações sejam negociadas em bolsa de valores ou não. Caso

---

<sup>130</sup> SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Op. Cit., p.39.

<sup>131</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. Op. Cit., p. 172-173.

<sup>132</sup> Loc. Cit.

positivo, as bolsas podem estabelecer critérios para registro das empresas, e essas decisões variam de acordo com a norma de cada bolsa de valores<sup>133</sup>.

Em várias partes do mundo as movimentações nos índices das bolsas passaram a integrar o ritmo do dia-a-dia, sendo apresentadas em *real time* em diversos canais de comunicação. A grande expansão da imprensa especializada também pode ser atribuída aos mercados de capitais, pois quando ocorrem movimentações, para cima ou para baixo, o fato torna-se notícia de alcance nacional e até internacional.

Importante saber, ainda, que no sistema estabelecido pela Lei nº 6.385/76, os poderes auto-regulatórios atribuídos às bolsas decorrem de expressa previsão legal, mas o exercício de tais poderes fica submetido à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. Tal supervisão não compromete, de modo algum, a autonomia que lhes foi legalmente reconhecida. Não há dúvidas de que a CVM e sua supervisão sobre as bolsas é semelhante àquela exercida pelo Poder Executivo sobre as entidades da administração indireta, uma vez que devem abranger apenas a orientação e a verificação, por parte da entidade supervisora, do cumprimento dos objetivos e finalidades do ente supervisionado<sup>134</sup>.

Ressaltamos que não é interesse do presente trabalho o aprofundamento de todos os aspectos sobre a bolsa de valores, suas atividades, características etc, e sim, explicar ao leitor sua existência, relação existente com a CVM e para que serve essa localidade aos investidores, como já examinamos nos parágrafos anteriores.

Após todos esses esclarecimentos sobre o mercado de capitais, sua regulação, órgão fiscalizador e os tipos de mercadorias comercializadas nesse tipo de mercado, passaremos, no próximo capítulo, a expor como se dá a proteção do investidor pela Comissão de Valores Mobiliários, e como essa proteção possui igualdade com os princípios norteadores do Direito Civil. Nesse sentido, quando necessário, o investidor poderá mover o judiciário, requerendo a aplicação das normas estabelecidas pela CVM - o que já ocorre - e dos princípios contratuais do direito civil, adicionando à devida proteção na relação contratual realizada entre empresa emissora de capital e o investidor.

---

<sup>133</sup> PINHEIRO, op. cit., p. 173.

<sup>134</sup> EIZIRIK, op. cit., p. 196-197.

## CAPÍTULO 4

### FORMAS DE PROTEÇÃO AO INVESTIDOR

Abaixo, verificaremos a forma que a Comissão de Valores Mobiliários oferece proteção ao investidor dentro do mercado de valores mobiliários, analisando, assim, quais são os requisitos necessários para que as empresas abram seu capital, e de que forma o investidor estará seguro quando participar dessas negociações.

A seguir, poderemos equiparar essa forma de proteção com os princípios do Direito Civil no que tange aos contratos, já que, como vimos, a relação existente entre a empresa que abre o capital e o investidor é de contrato. Dessa forma, além da proteção da Comissão de Valores Mobiliários, também deve ter proteção, quando movido o judiciário, pelos princípios e regras do Direito Civil que são direcionadas às relações contratuais, princípios esses já analisados no capítulo segundo desta pesquisa.

#### 4.1 PROTEÇÃO DO INVESTIDOR - CONTRATANTE

Um dos objetivos da regulação do mercado de capitais é a manutenção da confiança do público investidor no mercado de capitais. Sem essa confiança, não podemos falar em investimento nesse mercado, dissipando-se por completo a sua importância. Dessa forma, a regulação deve se mostrar capaz de demonstrar ao investidor que as informações divulgadas sobre as companhias e sobre os valores mobiliários por elas emitidos são confiáveis, bem como que as instituições financeiras encarregadas da intermediação dos títulos são sólidas e têm atuação equitativa<sup>135</sup>.

Ainda, deve ficar claro ao investidor que o retorno dos investimentos no mercado de capitais está relacionado apenas ao risco que ele livremente escolheu correr, e não a fatores que decorram da ineficiência do mercado.

---

<sup>135</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris, 2006. p. 33.

Nesse sentido, Alejandro Bugallo Alvarez<sup>136</sup> ensina que as normas reguladoras devem procurar definir:

- a) a prestação de informações consideradas relevantes para a efetivação das escolhas por parte dos investidores, com prévio conhecimento das vantagens e riscos dos investimentos;
- b) as condições de acesso ao mercado para as sociedades emissoras de valores mobiliários e intermediários financeiros;
- c) as regras de comportamento dos intermediários financeiros e dos administradores e controladores de companhias abertas, visando a evitar prejuízo aos investidores;
- d) as condições de exercício de determinadas atividades no mercado, delimitando-se as atividades que apenas as instituições financeiras podem desempenhar.

Em outras palavras, a Lei nº 6.385/76 identificou os vários objetivos a serem perseguidos pela CVM, como a estimulação de formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; a promoção da expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado; a proteção dos titulares de valores mobiliários, assim como dos investidores contra emissões irregulares de valores mobiliários e contra atos ilegais dos administradores e controladores das companhias abertas; evitar e coibir modalidades de fraude ou manipulação; assegurar o acesso ao público de informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido; por fim, assegurar a observância de práticas comerciais equitativas<sup>137</sup>.

Dessa forma, nota-se que os objetivos da Lei nº 6.385/76, embora seja legislação ordinária, possuem os mesmos fundamentos da Constituição Federal no intuito de proteção da poupança pública e dos investidores, que não podem ficar a

---

<sup>136</sup> ALVAREZ, Alejandro Bugallo. A Comissão de valores mobiliários, instância reguladora independente? *Revista Direito, Estado e Sociedade* nº 3, Rio de Janeiro, 1993. Apud DUBEUX, Julio Ramalho. *Ibid.*, p.33.

<sup>137</sup> DUBEUX, *Ibid.*, p. 34.

mercê de aproveitadores e pessoas que desejem ludibriar o público do mercado de capitais.

#### 4.1.1 Requisitos necessários para participação no mercado de capitais

E importante esclarecer que a CVM não deve atuar só de forma repressiva, mas também, preventivamente, ou seja, de maneira a impedir a ocorrência de ilícitos no mercado, resguardando, assim, o interesse dos investidores potencialmente lesados, como se verá adiante.

Existem dois principais registros normatizados pela CVM, quais sejam: o registro da companhia aberta e o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Esses registros são o principal instrumento de concretização da política de divulgação de informações (*disclosure*), que, como se verá mais adiante, consiste na ampla disponibilização pelas companhias das informações necessárias à avaliação de cada oportunidade de investimento. Essas informações das companhias e sobre as ações por elas emitidas ao público devem ser prestadas ao mesmo tempo para todo o mercado<sup>138</sup>.

Tais registros são instrumentos normativos, de instruções baixadas pela CVM que os instituem, que estabelecem às companhias seus deveres jurídicos de prestação de informações. São esses registros que irão identificar quais são as informações que necessariamente devem ser disponibilizadas pelas empresas, para que possam recorrer ao mercado de capitais na emissão de ações. O dever de obediência dos referidos registros está legalmente expresso na Lei nº 6.385/76, e na Lei nº 6.404/76, como veremos.

O registro de companhia aberta e o registro de oferta pública de distribuição de valores, juntamente com os principais instrumentos da política de *disclosure*, são complementares. Juntos, tornam possível a ampla divulgação de informações que são necessárias ao investidor, no momento em que pretendem aplicar os seus recursos, permitindo-os a avaliar o risco e a qualidade de cada oportunidade que

---

<sup>138</sup> Ibid., p. 51.

aparece no mercado. Maria Isabel Bocater e Marília Gama Camacho<sup>139</sup> destacam, com pertinência, o caráter complementar dos registros:

A preocupação fundamental quando da elaboração das normas que regulamentam os registros foi a de assegurar ao público que se dirige voluntariamente ao mercado, para comprar ou vender valores mobiliários, um fluxo mínimo contínuo de informação que possa propiciar uma tomada de decisão racional por parte desses investimentos. Os dois registros - de companhia e o de emissão – funcionam de modo complementar, na medida em que, quando do registro de emissão, basta à companhia já registrada agregar as informações e documentos pertinentes, específicos da operação de emissão.

O modelo regulatório adotado no Brasil não atribui à CVM o poder para, a partir do mérito do investimento, aprovar ou desaprovar o registro da companhia aberta ou o registro de oferta pública de distribuição de títulos<sup>140</sup>. Todavia, considera não caber ao Estado se substituir aos investidores na análise de qualidade das empresas e dos seus títulos, não havendo razão para se cogitar que o aparato estatal pudesse analisar melhor o mérito dos investimentos do que os efetivos participantes do mercado. Além disso, a análise do mérito da companhia, ou dos seus valores mobiliários, pela entidade reguladora, abriria ensejo à responsabilização civil do Estado por prejuízos decorrentes de investimentos mal sucedidos, o que, sem dúvida, não é pretensão da regulação. Nesse sentido, conclui Nelson Eizirik<sup>141</sup>:

Com relação à emissão pública de ações, porém, a regra é a da inexistência de qualquer exame de mérito do investimento. O modelo legislativo dominante, na matéria, é o dos Estados Unidos, onde se levou a política do *disclosure* ao grau máximo de sofisticação. O princípio básico da política de *disclosure* é de que o exame do mérito da emissão cabe unicamente aos investidores do mercado. Nessa linha, a história legislativa do Securities Act norte-americano de 1933 deixa claro que se visou substituir a filosofia do 'caveat emptor' (acautele-se o comprador) pela imposição do ônus de revelar

---

<sup>139</sup> BOCATER, Maria Isabel do Prado e CAMACHO, Marília Gama Rodrigues. *Capacidade legal da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil para editar normas e regulamentos, e formas de fazê-las cumprir*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 1988, p. 09. Apud DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit., p. 52.

<sup>140</sup> EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Op. Cit., p. 08.

<sup>141</sup> *Ibid.*, p.9.

todos os fatos relevantes e necessários a uma decisão de investimento consciente.

Entre nós, da mesma forma, nos termos da legislação vigente, não cabe à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência do momento escolhido para a realização da emissão pública.

Dessa forma, não pode, a CVM, a partir de análise das informações prestadas pelas empresas, determinar quais são as companhias que possuem qualidade suficiente para a captação de recursos junto ao público, quais as que merecem e quais as que não merecem ter registro perante a CVM.

Não é de competência da CVM exercer esse juízo de valor ou de mérito, e sim, condicionar os registros ao fornecimento adequado de informações por parte das companhias ao público investidor, fazendo com que os mesmos não caiam em erro. Esses investidores, com base nos elementos colocados à sua disposição, tomarão a decisão de adquirir, ou não, os valores mobiliários emitidos e negociados publicamente. Nesse sentido, Louis Loss<sup>142</sup> frisa: “A Comissão não tem competência para aprovar qualquer segurança ou para passar pelos seus méritos. Sua única função é assegurar que a declaração de registro sejam precisas e completas” (Tradução nossa)<sup>143</sup>.

Resta claro que a CVM, ao conceder qualquer registro, não garante nem assume qualquer responsabilidade pelo sucesso do empreendimento ou pela veracidade das informações fornecidas pelas companhias. Na verdade, a CVM não teria capacidade para verificar caso a caso, a fidedignidade das informações prestadas pelas companhias. Todavia, é claro que a comprovação de que as informações prestadas foram falsas dará ensejo à atuação regulatória da CVM, seja, por exemplo, com a determinação de suspensão das negociações de certos valores mobiliários, seja aplicando penalidades administrativas após o devido processo administrativo sancionador. Tudo isso sem prejuízo das medidas cíveis cabíveis que podem ser tomadas pelos acionistas contra a companhia, seus administradores e controladores, bem como dos procedimentos criminais a serem adotados pelo Ministério Público.

---

<sup>142</sup> LOSS, Louis. *Securities Regulation*. Second Edition, Boston – Toronto: Little Brown and Company, 1961, p. 130. Apud DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit., p. 54

<sup>143</sup> Texto no original: “The Commission has no authority to approve any security or to pass n its merits. Its sole function is to assure that the registration statement is accurate and complete”.

Nesse sentido, compete à CVM exigir da empresa que pretende emitir publicamente valores mobiliários a indicação de todas as informações importantes relativas ao seu empreendimento e aos seus valores mobiliários, de forma que o investidor possa agir de modo próprio, interpretando os dados fornecidos e escolhendo os riscos que lhe aprouverem, não cabendo à CVM sinalizar em favor ou contra qualquer valor mobiliário negociado no mercado<sup>144</sup>.

Esses registros impõem a obrigação, por parte das companhias que captaram recursos no mercado, de conservarem perene o fluxo de informações necessárias para os investidores atuais e potenciais. A finalidade desses registros é a exigência de encaminhamento de informações para registro junto à entidade reguladora, a qual, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações fiquem disponíveis ao mercado.

Dessa forma, os registros normatizados pela CVM são um meio de proceder à ampla divulgação de informações ao público. Segundo Nelson Eizirik, isso revelaria o caráter instrumental dos registros, cuja finalidade seria a de colocar, à disposição de todos os investidores, informações atualizadas sobre as companhias emissoras e sobre seus títulos. Havendo essa informação, os registros proporcionam a proteção do investidor contra investimentos temerários, frutos de desinformação, estimulando, desse modo, a sua participação consciente e racional no mercado. Além disso, os registros tornam equitativa a disseminação de informações, evitando, em grande medida, a assimetria de informações entre os participantes do mercado<sup>145</sup>.

#### **4.1.2 Política de divulgação de informações (*disclosure*)**

O modelo de regulação do mercado de capitais brasileiro é espelhado no modelo norte americano. Baseia-se, fundamentalmente, na política de *disclosure*, ou seja, consiste no processo de divulgação pelas empresas de informações amplas e completas a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por elas publicamente ofertados, de forma equitativa para todo o mercado.

---

<sup>144</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit., p. 54.

<sup>145</sup> EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Op. Cit., p. 10 CONFIRMAR EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992

Segundo Júlio Ramalho Dubeux<sup>146</sup>, a oferta pública de valores mobiliários está condicionada à prestação ao mercado de uma série de informações pelas companhias que pretendem ter acesso à poupança pública para se financiarem e desenvolverem suas atividades. Sem a prestação dessas informações exigidas pela entidade reguladora, no caso a CVM, é ilegal captar recursos mediante a distribuição pública de valores mobiliários.

Essa regulação da divulgação de informações serve para assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, e de forma eficiente e razoável, as informações necessárias para a tomada de decisões de investimentos nos valores mobiliários. A política de *disclosure* permite ao investidor exercer um controle de qualidade sobre as companhias abertas e os valores mobiliários de sua emissão. Ela almeja a proteção do investidor e a eficiência do mercado.

Nesse sentido, a proteção do investidor pode ser vista sob dois aspectos: primeiramente, a política de *disclosure* protege o investidor, uma vez que lhe permite tomar decisões racionais a respeito de seus investimentos. A ideia não é a de que o Estado interfira nos negócios privados, no que diz respeito à decisão de investimento dos particulares, e sim, que seja dado ao investidor o direito de, a partir das informações confiáveis que devem ser disponibilizadas sobre as companhias e sobre os seus valores mobiliários, conhecer os riscos e oportunidades a que está exposto<sup>147</sup>.

Nas palavras de Marcos Juruena Villela Souto<sup>148</sup>, “os direitos básicos do investidor envolvem o conhecimento, por via de informação adequada, sobre os riscos inerentes aos diversos tipos de investimentos”. Maria Isabel Bocater<sup>149</sup> traça com precisão os limites da política do *disclosure*, deixando claro que, em nenhum momento, o Estado pretende interferir no mérito do investimento decidido pelo particular:

Um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais é o do *full disclosure*. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual

---

<sup>146</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit., p. 44.

<sup>147</sup> Ibid., p. 45.

<sup>148</sup> SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito administrativo regulatório*. 2.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005. p. 119.

<sup>149</sup> BOCATER, Maria Isabel. *O Exercício do poder de polícia e regulador da CVM – Aperfeiçoamentos recentes*, 1999. Apud DUBEUX, Julio Ramalho. Loc. Cit.

os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento, com base nas informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, têm esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação patrimonial e financeira das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados.

Também nesse sentido segue a opinião de Thomas Lee Hazen<sup>150</sup>, sobre a relação entre a política de *disclosure* e a proteção do investidor. Apesar de se referirem à regulação norte-americana, os comentários são integralmente aplicados à regulação brasileira:

A legislação federal, que pode ser caracterizada como a primeira lei de defesa do consumidor, continha muitas das funcionalidades das leis estaduais, exceto que ele não o fez (e, conforme alterado, ainda não faz) estabelecer um sistema de regulação de mérito. Em vez disso, sob a orientação de uma agência federal, a lei se concentra na divulgação. (...) Após debate considerável, o Congresso decidiu não seguir o padrão dos atos dos Estado e evitava a ideia de uma abordagem de mérito, optando por um sistema de divulgação integral. A teoria por trás do quadro regulamentar federal é que os investidores estão adequadamente protegidos se totalmente todos os aspectos relevantes dos títulos comercializáveis e bastante divulgados. O raciocínio é que a divulgação integral fornece aos investidores suficientes dados e dão oportunidade de avaliar os méritos de um investimento e cuidar de si. É um princípio básico do Regulamento de títulos federais, capacitando o investidor a tomar suas próprias avaliações dos investimentos disponíveis eliminando qualquer necessidade que alguns observadores odem perceber de análise governamentais mais dispendiosas e demorada sobre os valores mobiliários oferecidos. (Tradução nossa)<sup>151</sup>.

---

<sup>150</sup> HAZEN, Thmas Lee. *The Law os Securities egulation*. 1996, p.7, apud DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit., p. 46.

<sup>151</sup> Texto original: "The federal legislation, which can be characterized as the first true consumer protection Law, contained many of the features of state Sky laws, except that it did not (and, as amended, still does not) establish a system of merit regulation. Instead, under the guidance of a federal agency, the Act focuses on disclosure. (...) After considerable debate, Congress decided not to follow the pattern of the state acts and eschewed the idea of a merit approach, opting instead for a system of full disclosure. The theory behind the federal regulatory framework is that investors are adequately protected if all relevant aspects of the securities being marketed are fully and fairly disclosed. The reasoning is that full disclosure provides investors with sufficient opportunity to evaluate the merits of an investment and fend for themselves. It is a basic tenet of federal securities regulation that investor's ability to make their own evaluations of available investments obviates any need that some observers may perceive for the more costly and time-consuming governmental merit analysis of the securities being offered".

Nesse sentido, a proteção do investidor também pode ser verificada na medida que o sistema de divulgação de informações iguala no mercado o acesso às informações sobre as companhias e seus valores mobiliários, evitando, em grande medida, a utilização de informação não disponibilizada ao mercado (*insider trading* ou uso de informação privilegiada).

Ocorre *insider trading* quando alguém se vale de informação privilegiada, ainda não disponibilizada ao público, para realizar operações com valores mobiliários em benefício próprio ou de terceiros, trazendo prejuízo aos demais investidores e afetando a credibilidade do mercado. Tal conduta constitui no Brasil tanto ilícito administrativo (Lei nº 6.404/76, art. 155; Instrução CVM 358/2002, art. 18), quanto ilícito criminal (Lei nº 6.385/76, art. 27 – D)<sup>152</sup>.

Sem dúvida, um sistema de divulgação de informações deficiente possibilita o acesso privilegiado de informações para alguns poucos investidores, abrindo margem a retornos extraordinários para estes, e prejuízo para os menos informados, que estarão em desvantagem de conteúdo das informações na hora de decidir sobre seus investimentos. O que se busca com a política de *disclosure* é, exatamente, um mercado em que a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis a todos, e não com a tentativa de acesso privilegiado às informações em detrimento dos demais.

Segundo Júlio Ramalho Dubeux<sup>153</sup>, a política de *disclosure* não só protege os investidores, como também protege as empresas honestas, ou seja, as que fornecem informação fidedigna aos investidores quando pretendem captar recursos junto ao mercado. A prestação de informações falsas implica violação do *disclosure*, ocasionando a atuação repressiva da entidade reguladora, no Brasil, a CVM.

Dessa forma, a política de *disclosure* elimina, em grande medida, a competição desleal que poderia ocorrer dentro do mercado mobiliário, caso as empresas pudessem se valer de informações inverídicas para atrair investimentos. Tal política também promove a eficiência do mercado, uma vez que as cotações dos valores mobiliários negociados publicamente devem refletir apenas as informações disponíveis ao público, não sendo as cotações resultadas de práticas de manipulação de preços ou de informações privilegiadas.

---

<sup>152</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. Ibid., p. 47.

<sup>153</sup> Ibid., p. 48.

Ademais, devem ser levados em consideração, pela entidade reguladora, alguns aspectos sobre a definição das informações que devem ser prestadas pelas companhias. Obviamente que não é qualquer informação sobre a companhia emissora de valores mobiliários que deve ser objeto de *disclosure*. A informação desejada é a informação necessária para a tomada de decisão do investidor, ou seja, aquela que tenha repercussão sobre as decisões do público comprador e vendedor de títulos. Em outras palavras, a entidade reguladora deve limitar suas exigências apenas aos fatos que tiverem implicação sobre as decisões de investir em títulos, ou sobre as decisões de votar e fazer-se representar em assembleias de companhias abertas<sup>154</sup>.

Não podemos esquecer que a entidade reguladora (CVM) deve ter em vista a necessidade do mercado ao acesso rápido da informação, de uma forma confiável e de modo adequado. Nesse sentido, a preocupação da política do *disclosure* não termina com a divulgação de informações, mas também envolve sua difusão. Ou seja, o importante é que os participantes do mercado possam assimilar, analisar, sintetizar e transmitir as informações disponíveis - hoje em dia, muito utilizada pela internet, que permite incrível rapidez na transmissão de informações à entidade reguladora e ao mercado.

#### **4.1.3 Registro de companhia aberta**

O Artigo 21, §1º, da Lei de nº 6.385/76, e o artigo 4º, §1º, da Lei nº 6.404/76, estabelecem que só as companhias registradas na CVM podem ter seus valores mobiliários negociados no mercado mobiliário. Tal requisito também foi disciplinado pela Instrução da CVM de nº 202/93.

O referido registro é importante, uma vez que é ele que diferencia as empresas de capital aberto das companhias fechadas. A diferença entre elas, disciplinadas pelas Leis descritas acima, consiste em que apenas as abertas possuem seus valores admitidos à negociação no mercado mobiliário. Esse privilégio decorre do fato de elas se submeterem à regulação da CVM que lhes impõem forte regime de *disclosure*, como se verá. Dessa maneira, apenas às

---

<sup>154</sup> Ibid., p. 49.

companhias que se registram na CVM são permitidas capitalizar-se junto ao público investidor e ter seus títulos negociados no mercado de capitais.

O referido registro destina-se a prover uma base sólida de informações ao mercado, principalmente no mercado secundário. Constitui-se em um sistema contínuo de revelação de informações, anual e periodicamente atualizado pelas companhias, a fim de que os investidores disponham de elementos necessários à tomada de decisão quanto aos seus investimentos; tudo com base na política de *disclosure*<sup>155</sup>.

O registro pode ser de dois tipos: para a negociação em bolsas de valores, ou para a negociação no mercado de balcão. As bolsas de valores, como dito no capítulo anterior, são entidades de natureza privada, geralmente formadas pelas associações de sociedades corretoras de valores mobiliários, no seio das quais é criado um ambiente para que sejam negociados valores mobiliários. Trata-se de mercado secundário por excelência, e em seu recinto geralmente não são negociados títulos novos, mas sim, valores mobiliários já de propriedade dos investidores. Em outras palavras, não é a sociedade anônima emissora de capital que negocia na bolsa as suas ações, mas os investidores, já proprietários dos valores.

Mesmo possuindo natureza privada, as bolsas têm suas atividades supervisionadas pela CVM. Elas são consideradas entidades auxiliares da regulação do mercado, uma vez que devem colaborar com as finalidades perseguidas pela CVM<sup>156</sup>.

Já o mercado de balcão funciona como mercado primário; ou seja, é nele que é feita a negociação dos novos valores mobiliários emitidos publicamente pelas companhias. Todavia, pode ocorrer também de, no mercado de balcão, serem negociados valores mobiliários que já estão no domínio dos investidores. Isso significa dizer que o mercado de balcão pode servir tanto como mercado primário, quanto secundário.

Para que a companhia seja registrada na CVM, em primeiro lugar, seu estatuto social, ou o Conselho de Administração, deve atribuir a um dos diretores da sociedade a função de relações com investidores, que poderá ou não ser exercida cumulativamente a outras atribuições executivas. É o diretor o responsável pela

---

<sup>155</sup> Ibid., p. 56.

<sup>156</sup> Ibid., p. 57.

prestação de informações ao público investidor, à CVM e às bolsas de valores. Também é de sua incumbência manter o registro da companhia perante a CVM<sup>157</sup>. O artigo 7º, da Instrução de nº 202/93, da CVM, dispõe sobre a documentação necessária para a obtenção do registro de companhia:

I - ata de reunião do Conselho de Administração ou da Assembléia Geral que houver designado o diretor de relação com investidores (art. 5º);

II - requerimento assinado pelo diretor de relação com investidores, contendo informações sobre:

a. principais características da distribuição de valores mobiliários; ou

b. dispersão acionária da companhia indicando a forma pela qual suas ações foram distribuídas no mercado, anexando lista nominal dos atuais acionistas e respectivas quantidades de ações possuídas; ou

c. outras razões que justifiquem o pedido de registro.

III - quando se tratar de pedido de registro para negociação em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado, declaração da entidade informando do deferimento do pedido de admissão à negociação do valor mobiliário da companhia, condicionado apenas à obtenção do registro na CVM; (NR)

IV - exemplar atualizado do estatuto social;

V - demonstrações financeiras e notas explicativas previstas no artigo 176 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, referentes aos três últimos exercícios sociais, indicando-se os jornais e as datas em que forem publicadas;

VI - demonstrações financeiras referentes ao último exercício social ou levantadas em data posterior ao encerramento do exercício social elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante, nos termos da regulamentação emanada da CVM;

VII - relatório da administração referente ao último exercício social, elaborado de acordo com o artigo 133 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com o Parecer de Orientação CVM nº 15, de 28 de dezembro de 1987;

VIII - parecer do auditor independente, devidamente registrado na CVM, relativo às demonstrações financeiras do último exercício social (inciso V) e relativo as demonstrações financeiras referidas no inciso VI acima;

IX - demonstrações financeiras consolidadas, elaboradas de acordo com a legislação em vigor (Lei nº 6.404/76, artigos 249 e 250, e regulamentação da CVM, e também em moeda de capacidade aquisitiva constante, acompanhadas de notas explicativas e de parecer de auditor independente, referentes ao último exercício social, ou levantadas em data posterior ao encerramento do mesmo, caso nesse período os investimentos adicionados aos créditos de

---

<sup>157</sup>INSTRUÇÃO CVM nº 202/93, arts. 5º e 6º. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst202consolid.htm>>. Acesso em: 28 ago. 2010.

qualquer natureza em controladas representem mais de trinta por cento do patrimônio líquido da companhia;

X - demonstrações financeiras e, se for o caso, demonstrações consolidadas, acompanhadas de notas explicativas e parecer de auditor independente devidamente registrado na CVM, elaboradas de acordo com as disposições da Lei nº 6.404/76 e em moeda de capacidade aquisitiva constante, levantadas em data que anteceder, no máximo, três meses o pedido de registro na CVM, quando:

a. o último exercício social for de doze meses e, na data do pedido de registro, já tiver transcorrido período igual ou superior a quarenta e cinco dias da data de encerramento do último exercício social;

b. o último exercício social compreender período superior a doze meses e a companhia ainda não tiver levantado as respectivas demonstrações financeiras;

c. o exercício social em curso compreender período superior a doze meses e, na data do pedido de registro, já tiver transcorrido período igual ou superior a doze meses.

XI - atas de todas as assembleias-gerais de acionistas, realizadas nos doze meses anteriores à data de registro na CVM;

XII - fac-símile dos certificados de todos os tipos de valores mobiliários emitidos pela companhia ou, se for o caso, cópia do contrato mantido com instituição para execução de serviço de ações escriturais;

XIII - quando se tratar de companhia em fase pré-operacional, estudo de viabilidade econômico-financeira do projeto, indicando, inclusive, os fatores de risco envolvidos no empreendimento, elaborado em data que anteceder em até três meses a entrada do pedido na CVM;

XIV - formulário de Informações Anuais - IAN (artigos 22 e 23);

XV - formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas - DFP apresentadas em moeda de capacidade aquisitiva constante (artigos 22 e 23);

XVI - formulário de Informações Trimestrais - ITR contendo informações sobre os três primeiros trimestres do exercício social em curso, elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante, desde que transcorridos mais de quarenta e cinco dias do encerramento de cada trimestre, acompanhadas de Relatório sobre Revisão Especial, emitido por auditor independente, devidamente registrado na CVM, consoante metodologia prevista no Comunicado Técnico - CT-IBRACON nº 2, de 23 de julho de 1990, do Instituto Brasileiro de Contadores, aprovado pela Resolução CFC nº 678, de 24 de julho de 1990, do Conselho Federal de Contabilidade (artigos 22 e 23).

Importante demonstrar a lista de documentação exigida para o registro perante a CVM para dimensionarmos a amplitude das informações que as companhias devem prestar, sob pena de não lograrem êxito no registro de companhia aberta.

O pedido de registro de companhia aberta deve ser analisado pela CVM no prazo de 30 (trinta) dias, podendo ser prorrogado uma única vez, caso a CVM

entenda necessário solicitar à companhia documentos e informações adicionais - passando a fluir novo prazo a partir do cumprimento das exigências da entidade reguladora. Caso a documentação exigida pela CVM não seja apresentada, implica na desconsideração do pedido de registro e o conseqüente cancelamento do protocolo. Em outras palavras, ou a companhia se dispõe às exigências do *disclosure*, ou não terá o registro de companhia aberta. Recebidas todas as informações, a CVM as colocará à disposição do público<sup>158</sup>.

Mesmo quando for concedido o registro de companhia aberta, não cessará o regime de *disclosure* e, como vimos, pressupõe-se um caráter permanente de prestação de informações. Ou seja, a companhia registrada está obrigada a continuar a prestar à CVM e à bolsa em que seus títulos são negociados uma série de informações periódicas e eventuais, tudo para que o investidor possa ter uma maior segurança antes de investir. As companhias que não mantiverem seu registro atualizado na CVM estarão sujeitas às multas cominatórias previstas na própria Instrução da CVM 202/93. Essas multas constituem medida coercitiva, em que a CVM pretende a observância do regime de *disclosure*.

Ademais, sobre a regulação fundada na política de *disclosure* e a concessão do registro de companhia aberta pela CVM não implicam apreciação da entidade sobre o mérito da companhia. Os administradores das empresas é que são os verdadeiros responsáveis pela veracidade das informações prestadas.

#### **4.1.4 Registro de oferta pública de distribuição de valores**

Conforme vimos, a Lei nº 6.385/76 e a Lei nº 6.404/76 estabelecem que nenhuma emissão pública de valores mobiliários seja distribuída no mercado de capitais sem prévio registro na CVM. Logo, o esforço para a colocação pública de valores mobiliários com o intuito de angariar recursos para as empresas depende da sujeição do emissor à regulação da CVM e ao regime de *disclosure* por ela estabelecido, como visto. Trata-se do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, previsto no art. 19, caput, da Lei nº 6.385/76, e no art. 4º, § 2º,

---

<sup>158</sup> Ibid.

da Lei nº 6.404/76, hoje minuciosamente disciplinado pela Instrução Normativa da CVM de nº 400/2003.

O Registro de Oferta Pública de distribuição de valores visa a assegurar o *disclosure* e mais uma forma de proteção do público investidor, uma vez que fornece ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e as demais pessoas envolvidas<sup>159</sup>. Nesse mesmo sentido, Nelson Eizirik<sup>160</sup> esclarece que:

O registro da emissão está inserido no contexto mais amplo da política de *disclosure*, que consiste exatamente na divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados.

Dessa forma, toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, no mercado primário ou secundário, dentro do território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na CVM, nos termos da Instrução da CVM 400/2003.

Conforme dito, a exigência de registro das ofertas públicas de valores mobiliários perante agências governamentais especializadas visa à proteção dos interesses do público investidor, assegurando-lhes o acesso a informações sobre a companhia emissora e sobre os valores mobiliários ofertados à venda, que permitam a tomada das decisões de investimento de maneira consciente.

Por outro lado, tendo em vista os custos e o desperdício de tempo inerentes ao processo de registro, exigir-se o aludido registro em todas as situações que envolvam a emissão ou venda de valores mobiliários poderia acarretar custos desnecessários ao funcionamento do mercado e, inclusive, inibir as sociedades anônimas de promoverem a sua capitalização. Em outras palavras, existem situações em que não se justifica a requisição de prévio registro da oferta de venda de valores mobiliários, dada a inexistência de qualquer benefício para o interesse público.

Em regra, a oferta pública de venda de valores mobiliários caracteriza-se por ser uma proposta dirigida à generalidade dos indivíduos. Ou seja, a oferta pública

---

<sup>159</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit., p. 64.

<sup>160</sup> EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Op. Cit., p. 6.

tem como destinatários pessoas indeterminadas, não individualizadas, pois qualquer um pode aceitar a proposta. Ademais, para se analisar, em cada caso concreto, se deve ou não ser exigido o prévio registro da operação de colocação de valores mobiliários, faz-se necessário identificarem-se os elementos que caracterizam a oferta destinada ao público em geral.

No ordenamento jurídico brasileiro, objeto no nosso estudo, a caracterização das ofertas públicas de venda de valores mobiliários possui previsão no artigo 19, da Lei nº 6.385/1976, que, ao invés de estabelecer uma distinção conceitual entre a distribuição privada e a distribuição pública de valores mobiliários, limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que esta última vem a se caracterizar<sup>161</sup>.

O mencionado artigo 19º, da lei nº 6.385/1976, foi regulamentado pelo artigo 3º, da Instrução CVM, nº 400/2003<sup>162</sup>, que também não estabelece o conceito de oferta pública, optando por apenas enumerar, de forma exemplificativa, determinados elementos objetivos que podem configurar a distribuição pública de valores mobiliários. Esses elementos objetivos constituem os meios empregados para a colocação dos valores mobiliários junto ao público. Ou seja, deve-se verificar se os meios ou instrumentos utilizados pela companhia para fazer chegar sua emissão junto aos potenciais investidores caracterizam a intenção de atingir o público em geral ou apenas um número restrito e determinado de pessoas.

A divulgação de anúncios relativos à oferta nos meios de comunicação de massa constitui uma tentativa evidente de se atingir uma quantidade indeterminada de investidores e, conseqüentemente, é considerada como elemento caracterizador da oferta pública por todas as legislações que tratam da matéria<sup>163</sup>.

No Brasil, o artigo 19, § 3º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, expressamente menciona que caracteriza “a oferta pública a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público.” Como dito, tal dispositivo legal foi regulamentado pela Instrução CVM nº400/2003, que relaciona como elemento indicador da existência da distribuição pública de valores mobiliários a “utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente

---

<sup>161</sup> BRASIL. Lei n. 6.385/76, de 07/12/76. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[http://www.dji.com.br/codigos/2002\\_lei\\_010406\\_cc/010406\\_2002\\_cc\\_0481\\_a\\_0504.htm](http://www.dji.com.br/codigos/2002_lei_010406_cc/010406_2002_cc_0481_a_0504.htm)>. acesso em 17 de agosto de 2010.

<sup>162</sup> INSTRUÇÃO da CVM n 400/2003. Op. Cit.

<sup>163</sup> EIZIRIK, Nelson et al. p. 142.

através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico)”.

Diante disso, constitui circunstância indicadora da natureza pública de determinada oferta a distribuição indiscriminada, a qualquer pessoa, de prospectos, folhetos e outros materiais publicitários sobre a oferta. Com efeito, tal prática, assim como os demais elementos acima referidos, também pode demonstrar o esforço do ofertante em oferecer os valores mobiliários a um número ilimitado de potenciais adquirentes, independente de suas características pessoais.

Por fim, o último elemento expressamente mencionado na Lei nº 6.385/1976 e pela Instrução CVM nº 400/2003, que serve como indicativo da natureza pública da oferta, possui referência ao fato de as negociações dos valores mobiliários serem feitas em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, desde que precedida da utilização, pelo ofertante, de serviços públicos de comunicação. Não é o simples fato de ser a transação efetuada em estabelecimento aberto ao público que caracteriza a distribuição pública, mas sim, a prévia publicidade de sua realização.

Note-se que os elementos objetivos elencados no § 3º, do artigo 19, da Lei nº 6.385/1976, e no artigo 3º, da Instrução CVM nº 400/2003, são exemplificativos. Isso significa dizer que quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários da oferta, podem também ser considerados como caracterizadores da distribuição pública.

Importante deixar evidenciado que a Comissão de Valores Mobiliários só normatiza as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: possui foco apenas na proteção da poupança pública, não nas ofertas particulares. Lembrando que se caracterizam como oferta pública basicamente pelo fato de ser uma proposta dirigida a pessoas indeterminadas, não individualizadas: no momento de realização da oferta, há uma indeterminação de destinatários, individualizando-se apenas no momento da aceitação da oferta. Tal oferta de venda de valores mobiliários somente pode ser considerada como pública após a análise de todas as circunstâncias fáticas envolvidas, a fim de se verificar se estão presentes os elementos necessários para sua oferta e se eles permitem inferir a intenção do ofertante de atingir um número indeterminado de potenciais investidores<sup>164</sup>.

---

<sup>164</sup> Ibid., p. 150.

A Lei de nº 6.385/76 não conceituou oferta pública, porém, ofereceu indicações para caracterização de uma oferta pública. Essas indicações estabelecem que são atos de distribuição pública, por exemplo, a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público, assim como outros<sup>165</sup>.

O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser apresentado à CVM pelo ofertante emissor dos títulos em conjunto com a instituição financeira intermediária da oferta, e deverá ser instruído com os documentos e informações aptos a fornecerem amplo *disclosure* sobre os títulos oferecidos. Os documentos e as informações que devem constar no registro estão descritas no Anexo II à Instrução da CVM de nº 400/2003, que são hábeis a permitir um amplo *disclosure* das informações sobre a oferta, tais como características, volumes e preços dos valores mobiliários ofertados, a forma e locação, etc - como veremos<sup>166</sup>:

- 1) contrato de distribuição de valores mobiliários, do qual deverá constar, entre outras, obrigatoriamente, as cláusulas relacionadas no Anexo VI, e respectivos termos aditivos ou de adesão;
- 2) contratos de estabilização de preços e/ou de garantia de liquidez, se houver, que deverá ser objeto de aprovação da CVM;
- 3) outros contratos relativos à emissão ou subscrição, inclusive no que toca à distribuição de lote suplementar, se houver;
- 4) modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição, o qual deverá conter, obrigatoriamente:
  - a. previsão para identificação de sua numeração;
  - b. espaço para a assinatura do subscritor ou adquirente;
  - c. condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras, se for o caso; e
  - d. declaração do subscritor ou adquirente de haver obtido exemplar do Prospecto Definitivo.
- 5) quatro exemplares da minuta do Prospecto Definitivo ou quatro exemplares do Prospecto Preliminar e, quando disponíveis, três exemplares da versão final do Prospecto Definitivo, que conterão, no mínimo, as informações exigidas pela CVM (Anexo III);
- 6) cópia da deliberação sobre a aprovação de programa ou sobre a emissão ou distribuição dos valores mobiliários tomada pelos órgãos societários competentes do ofertante e das decisões administrativas exigíveis, com todos os documentos que fizeram ou serviram de base para as referidas deliberações, bem como dos respectivos anúncios de convocação, se for o caso;
- 7) minuta do Anúncio de Início de Distribuição, o qual deve conter, no mínimo, as informações previstas no Anexo IV;

---

<sup>165</sup> Instrução da CVM n 400/2003. Op. Cit.

<sup>166</sup> Ibid.

- 8) minuta do Anúncio de Encerramento de Distribuição, contendo, no mínimo, as informações previstas no Anexo V;
- 9) modelo do certificado de valores mobiliários ou cópia do contrato com instituição prestadora de serviço de valores mobiliários escriturais, se for o caso;
- 10) escritura de emissão de debêntures e do relatório emitido por agência classificadora de risco, se houver;
- 11) declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a CVM, se for o caso;
- 12) prova de cumprimento de todas as demais formalidades prévias em virtude de exigências legais ou regulamentares para a distribuição ou emissão dos valores mobiliários, que não decorram desta Instrução;
- 13) comprovante de pagamento da taxa de fiscalização, nos termos da Lei nº 7.940/89;
- 14) declaração prevista no item 2.4 do Anexo III, assinada pelos representantes legais do ofertante e da instituição líder;
- 15) outras informações ou documentos exigidos pela CVM em regulação específica.

Dentre as documentações exigidas para instruir o pedido, merece destaque o prospecto da distribuição pública. O prospecto, previsto no artigo 38, da Instrução mencionada, consiste em documento obrigatório elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição guia da distribuição. Deve conter informações completas, concisas, verdadeira, atual, objetiva, clara e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento<sup>167</sup>.

No prospecto deve conter os dados e informações detalhadas sobre a oferta, sobre os valores mobiliários, objeto da oferta, e os direitos que lhe são inerentes, sobre o ofertante, sobre a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira, sobre terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários e, finalmente, sobre terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta<sup>168</sup>. O Anexo III da Instrução nº CVM 400/2003 trata detalhadamente sobre todas as informações que devem ser fornecidas aos destinatários da oferta, através do prospecto.

Dentre as exigências que devem constar no Prospecto, segundo o anexo III da Instrução da CVM de nº 400/2003, está a obrigatoriedade da entrega de exemplar do prospecto ao investidor, sendo admitido o seu envio por meio eletrônico. Tal entrega faz confirmar, ainda que por presunção, que o investidor está ciente dos

---

<sup>167</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit., p. 66/67.

<sup>168</sup> Loc. Cit.

riscos que o investimento suscita. Sem prejuízo da obrigatoriedade da sua entrega, na data do início da distribuição dos valores mobiliários, o prospecto deve estar disponível na sede e na página da rede mundial de computadores da emissora, do ofertante, das instituições intermediárias envolvidas, da CVM e da bolsa onde os valores mobiliários da emissora estejam admitidos à negociação; em todos os possíveis locais que o investidor de todo o mundo possa ver e ter acesso, passando a ter conhecimento das informações gerais e contábeis da Empresa que está abrindo seu capital.

Assim, o prospecto não pode omitir dados relevantes, tampouco incluir informações que possam induzir a erro, devendo estar redigido de maneira clara e precisa. Importante, também, é que o prospecto deve ser levado ao conhecimento dos investidores antes da tomada de decisão quanto à compra dos valores mobiliários ofertados.

Importante, ainda, sobre o prospecto - e fato que corrobora com o já aludido aqui nesta pesquisa sobre o regime de *disclosure* - é que deve constar da sua capa, expressamente com destaque, a informação de que<sup>169</sup>:

o registro da presente distribuição não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia emissora, bem como sobre os valores mobiliários a serem distribuídos.

Quando da emissão do prospecto, o ofertante é o responsável pela consistência, veracidade, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários e fornecidas ao mercado durante a distribuição. Assim como a instituição financeira, líder da subscrição pode também ser responsabilizada pela incorreção das informações, se for comprovada a falta de diligência ou omissão para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes e suficientes. Nas palavras de Nelson Eizirik<sup>170</sup>:

a responsabilidade pelas informações prestadas é da companhia e do *underwriter*; já a análise do mérito do empreendimento deve

---

<sup>169</sup> INSTRUÇÃO da CVM n 400/2003, art. 7º, Anexo II. Op. Cit.

<sup>170</sup> EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Op. Cit., p. 11.

ser realizada pelos investidores do mercado, com base nas informações disponíveis.

Outro documento de elevada importância que deve ser submetido pelo ofertante no pedido de registro de distribuição pública, em determinadas situações específicas e elencadas no artigo 32º, da Instrução da CVM de nº 400/2003, seria o estudo de viabilidade econômica<sup>171</sup>. A exigência da apresentação desse estudo está motivada pela obtenção de informações mais aprofundadas de companhias, cuja atuação ainda não esteja consolidada no mercado. O valor da distribuição se baseia nas projeções empresariais, que apresentem dificuldades financeiras ou que vinculem a captação de investimentos que realizarão a empresas controladas ou coligadas<sup>172</sup>.

Com o intuito de proteger ainda mais o Investidor, o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído, também, com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando: I – a oferta tenha por objeto a constituição de companhia; II – a emissora exerça a sua atividade há menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários; III – a fixação do preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora; IV – houver emissão de valores mobiliários, em montante superior ao patrimônio líquido da emissora e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas; V – a emissora tenha apresentado patrimônio líquido negativo, ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos três exercícios sociais que antecedem a oferta.

A partir do requerimento, a CVM tem 20 (vinte) dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro, prazo este que, a exemplo do pedido de registro de companhia aberta, poderá ser interrompido uma única vez, se a CVM entender necessário solicitar a prestação de informações adicionais para o deferimento do registro. Vale notar que a CVM, considerando as especialidades da oferta, tem flexibilidade para, a seu critério, dispensar o registro ou alguns dos requisitos para o registro, caso verifique que, apesar da dispensa, a proteção do investidor pela adequada prestação de informações restará preservada. Fornecidas as informações

---

<sup>171</sup> INSTRUÇÃO da CVM n 400/2003, art. 32º, Anexo II. Op. Cit.

<sup>172</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit., p. 154.

exigidas pela CVM, o deferimento do registro será comunicado à instituição financeira líder da distribuição e ao ofertante<sup>173</sup>.

Não cabe à CVM o poder de aprovar ou desaprovar emissões públicas de valores mobiliários, a partir da sua análise sobre o mérito do investimento. Em observação ao que já foi exposto, quase a totalidade dos países que dispõem de leis sobre o mercado de capitais não se comete ao Estado o poder de aprovar ou desaprovar uma emissão pública de títulos por razões de conveniência ou oportunidade, o que também ocorre no Brasil.

Nesse sentido, não existe, por ocasião do deferimento do pedido de registro, nenhuma chancela estatal quanto à qualidade dos papéis ou à veracidade das informações prestadas. O deferimento do registro perante a CVM significa apenas que se encontram em poder da entidade reguladora os documentos e informações necessários à avaliação, pelo investidor, do investimento proposto, como uma forma de proteger o investidor. O deferimento ou indeferimento do pedido pela CVM baseia-se em critérios formais de legalidade, e não envolve qualquer garantia quanto ao conteúdo da informação, à situação econômica do ofertante, à sua administração, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários ofertados. Logo, o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários será indeferido apenas quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM no sentido da disponibilização de informações suficientes<sup>174</sup>.

Segundo o que disciplina o artigo 82, em seu parágrafo §2º, da Lei nº 6.404/76<sup>175</sup>, apenas excepcionalmente o registro pode ser indeferido pela CVM, a partir da análise do mérito do investimento, e tão somente na hipótese de constituição de nova companhia mediante subscrição pública. Nesse caso particular, o pedido será denegado, caso a entidade reguladora reconheça a inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou ainda caso reconheça a inidoneidade dos seus fundadores. É a única situação em que a CVM tem poder para analisar o mérito da distribuição pública. A medida se justifica, porquanto, em se tratando de companhia ainda por se constituir, não existe histórico de fundadores ou da empresa<sup>176</sup>. De qualquer forma, como toda medida excepcional, o indeferimento com base na

---

<sup>173</sup> Ibid.

<sup>174</sup> EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Op. Cit., p. 11.

<sup>175</sup> BRASIL. Lei n. 6.404/76, de 15/12/76. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 17 ago. 2010.

<sup>176</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit., p. 70.

análise do mérito deve ser utilizado com extrema cautela, pois vai de encontro à filosofia do *disclosure*. Na opinião de Júlio Ramalho Dubeux<sup>177</sup>, “só tem sentido quando a CVM verificar extraordinária vulnerabilidade dos destinatários da oferta em relação às informações prestadas pelos que pretendem constituir a nova companhia”.

Ademais, a CVM ainda poderá suspender ou cancelar, a qualquer tempo, a oferta de distribuição que esteja se processando em condições diversas das constantes do registro, ou que tenha sido havida por ilegal, contrária à normatização da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro<sup>178</sup>.

A realização de uma distribuição pública de valores mobiliários sem o prévio registro na CVM, ou sem a divulgação das informações ao público, pode ter consequências relevantes nas esferas administrativas, civil e penal. Administrativamente, cabe à CVM, de imediato, determinar a suspensão ou cancelamento da oferta pública de distribuição não registrada, ou até mesmo aquela que, embora registrada, seja considerada fraudulenta ou ilegal, ou nos casos em que a oferta, a promoção e os anúncios publicitários estejam se processando em condições diversas das constantes no registro, ou com informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas<sup>179</sup>.

O ato suspensivo possui natureza de medida cautelar da autoridade administrativa. Tem como objetivo o de sustar a colocação dos valores mobiliários no mercado, com o propósito de proteção dos investidores.

A suspensão e o cancelamento da distribuição podem ser decretados pela CVM, independentemente das medidas punitivas - que eventualmente vierem a ser tomadas em procedimento administrativo sancionador. Tal suspensão e cancelamento geram efeitos *ex tunc*, ou seja, retroagem no tempo, tornando ineficazes os atos de distribuição pública realizados sem registro ou em condições diversas das constantes do registro, desde o início<sup>180</sup>. Isso protege os investidores que por ventura possam ter se utilizado desses registros de forma equivocada.

Nesse sentido, o parágrafo único do artigo 20, da Instrução da CVM nº 400/2003, estabelece que terão direito à restituição integral de valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados: (I) todos os

---

<sup>177</sup> Loc. Cit.

<sup>178</sup> INSTRUÇÃO da CVM n 400/2003, art. 16º, I. Op. Cit.

<sup>179</sup> BRASIL. Lei nº 6.385/1976, artigo 20º. Op. Cit.; INSTRUÇÃO da CVM nº 400/2003, artigo 19º. Ibid.

<sup>180</sup> EIZIRIK, Nelson et al. p. 159.

investidores que já tenham aceitado a oferta, na hipótese de seu cancelamento; e (II) os investidores que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão<sup>181</sup>.

Compete, ainda, à CVM, no exercício do seu poder disciplinar, instaurar inquérito administrativo para apurar a responsabilidade administrativa das pessoas envolvidas na distribuição pública sem o efetivo registro ou contendo informações falsas ou incorretas.

Na esfera civil, ainda existe forma de punição para quem não efetuar o registro corretamente. Em primeiro lugar, temos a eventual nulidade de subscrição de valores mobiliários emitidos publicamente sem o prévio registro da CVM, ou sem a correta prestação e divulgação das informações requeridas. Em segundo plano, temos a responsabilidade civil da companhia e de seus administradores pelos prejuízos causados aos subscritores.

O problema da nulidade da subscrição foi objeto de cuidadoso exame por parte da antiga Superintendência Jurídica da CVM, tendo como entendimento que o registro é nulo, de pleno direito, quando não registrada a distribuição pública<sup>182</sup>. Tal nulidade decorre da preterição de formalidade essencial (registro na CVM) necessária à realização de uma oferta pública. A omissão dessa formalidade configura vício de forma e contamina todos os atos subsequentes, inclusive o da subscrição.

Sobre a responsabilidade civil, o ofertante responde civilmente pelos prejuízos causados aos subscritores ou adquirentes, não sendo exigido destes a produção de prova de culpa ou dolo do ofertante. No caso de distribuição pública sem o registro, ou sem adequada divulgação de informações, presume-se a culpa do ofertante, salvo prova em contrário.

Por fim, com o intuito de basear o leitor, porém não é matéria de aprofundamento do presente trabalho, o artigo 7º, da Lei nº 7.492/1986, que disciplina os crimes contra o sistema financeiro nacional, sanciona penalmente, entre outras, a conduta de quem emite, oferece ou negocia valores mobiliários sem

---

<sup>181</sup> INSTRUÇÃO da CVM n 400/2003, art. 20º, I. Op. Cit.

<sup>182</sup> PARECER CVM/SJU nº 088/79. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/port/atos/pareceres/pareceres1.asp>>. Acesso em: 13 set. 2010.

registro prévio junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro, ou irregularmente registrados<sup>183</sup>.

## 4.2 UTILIZAÇÃO DE PRINCÍPIOS CONTRATUAIS DO CÓDIGO CIVIL E A RESPONSABILIDADE PELOS ILÍCITOS PRATICADOS

Vimos que, pelas especificidades dos valores mobiliários, é possível depreender algumas particularidades inerentes a elas, o que constitui para a formação de um conjunto de características essenciais dos valores mobiliários. Primeiro, é imprescindível que os títulos sejam ofertados publicamente para constituírem valores mobiliários. Ademais, esse meio de investimento representa um capital de risco, gerenciado por terceiro, em que a operação econômica deve prevalecer sobre a fora. Por fim, os valores mobiliários consistem em um vínculo contratual entre o tomador e o investidor, ou seja, valores mobiliários consistem, de maneira geral, em contratos de investimentos<sup>184</sup>.

A própria Lei de nº 10.406/2002, Código Civil de 2002, em seu artigo 710, preceitua que<sup>185</sup>:

Pelo contrato de agencia, uma pessoa assume, em caráter não eventual e sem vínculos de dependência, a obrigação de promover, à conta de outra, mediante retribuição, a realização de certos negócios, em zona determinada, caracterizando-se a distribuição quando o agente tiver à sua disposição a coisa a ser negociada.

Nesse sentido, verifica-se que o mercado de valores mobiliários é composto basicamente por relações contratuais entre as empresas angariadoras de recursos e os investidores poupadores de capital. Por se tratar de relação contratual, resta claro que o Estado deve proteger os pactuantes, e o faz através de seu órgão regulador, que dentro do mercado mobiliário é a Comissão de Valores Mobiliários, que

---

<sup>183</sup> BRASIL. Lei n. 7.492/1986, de 16/06/86. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional e dá outras providências. Disponível em < <http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L7492.htm>>. Acesso em: 17 ago. 2010.

<sup>184</sup> SARNO NETO, Andréa Di et al. Op. Cit., p.21.

<sup>185</sup> BRASIL. Lei n. 10.406/2002, de 10/01/2002. Institui o Código Civil. Disponível em < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 17 ago. 2010.

disciplina, fiscaliza e impõem sanções no que se referem aos atos praticados nesse mercado específico.

A busca da CVM, através de suas resoluções, na edição de regras e requisitos que devem ser seguidos pelas companhias que pretendem abrir seu capital como forma de angariar recursos, nada mais é do que a mesma base Constitucional de que o Estado deve proteger o Sujeito Passivo, ensejando a elaboração de normas infra-constitucionais.

Nesse mesmo sentido, como vimos, o Código Civil, juntamente com a doutrina, apresenta uma série de princípios contratuais que devem ser observados entre os pactuantes, para conferir validade ao que será ali entabulado.

No nosso entender, a relação que existe no mercado de valores mobiliários, mais especificamente entre a empresa que abre seu capital e o investidor, nada mais é do que uma relação contratual em que existem obrigações para ambas as partes, assim como só será pactuada a compra ou venda de ações com a manifestação da vontade de ambas as partes, em igualdade com uma relação contratual.

A observância de regras e normas estabelecidas pela CVM nada mais é do que uma tentativa de oferecer ao investidor uma maior proteção, assim como ocorre com os princípios norteadores dos contratos no Direito Civil.

Como explanado, a CVM, através de sua Superintendência Jurídica, decidiu que são nulos todos os atos que constem vício de forma e os posteriores; em outras palavras, são nulos os atos que venham a não obedecer às regras impostas pela CVM e que possam causar prejuízo ao investidor, podendo, ainda, ser penalizado o ofertante, administrativamente, civilmente e até penalmente.

Note-se que, embora as resoluções e instruções da CVM utilizem outras palavras e formas para oferecer proteção ao investidor, poderíamos dizer que essas normas seguem (ou podemos dizer que são as mesmas) as constantes nos princípios do Direito Civil, quando da realização dos contratos.

Vimos que o princípio da boa-fé deve ser base em todas as relações contratuais no nosso Direito Civil Brasileiro, sob pena de termos a responsabilidade civil do responsável pelos dados, independente de culpa. Igualmente é o posicionamento da CVM quando suas instruções normativas admitem a responsabilização civil do ofertante pelos prejuízos causados aos subscritores ou

adquirentes no caso da distribuição pública sem registro, ou sem a adequada divulgação de informações, presumindo-se a culpa do ofertante.

Também vimos os requisitos obrigatórios para a realização de oferta pública. Entre elas, está a necessidade do prospecto contendo todas as informações necessárias ao conhecimento do investidor, vinculando o ofertante às informações ali contidas. Ora, tal prática não seria exatamente a vinculação da oferta existente no Direito Civil? Onde o ofertante deve cumprir com o que foi ofertado e tornado público? Caso haja informações prejudiciais, a companhia seria penalizada, assim como ocorre no Direito contratual entre as obrigações existentes pelas partes.

Note-se que, embora possua uma auto-regulação, podemos dizer que o mercado mobiliário, especificamente na relação existente entre a empresa que abre seu capital e o investidor, existe uma relação contratual e uma obediência aos princípios contratuais do Direito Civil, ainda que de forma indireta, representada pelas instruções, resoluções da CVM e legislação específica.

De uma forma complementar, o investidor pode se valer dos princípios e regras norteadores das relações contratuais no direito civil, mesmo que sua relação, dentro do mercado de capitais, tenha caráter internacional.

Vimos que, quando a matéria é levada ao judiciário, a CVM emite parecer de orientação e informação sobre a relação ali discutida. Nesse contexto, defendemos que o Judiciário, além das informações e orientações prestadas pela CVM, pode fundamentar e dar proteção ao investidor com base, também, nos princípios e regras que norteiam as relações contratuais no direito civil brasileiro. E nesse momento, não estaria afrontando de forma alguma a auto-regulação desse mercado, e sim, complementando a proteção do investidor, oferecendo uma maior segurança jurídica, a mesma oferecida pela obrigatoriedade de observância dos princípios que devem ser aplicados nos contratos.

### 4.3 PAPEL DO JUDICIÁRIO NA SOLUÇÃO DOS CONFLITOS NO MERCADO DE CAPITAIS

Após tudo o que já foi exposto, vimos que o mercado de valores mobiliários constitui um elemento essencial para o crescimento econômico do país, uma vez que esse mercado condiciona a alocação de capital no processo produtivo, fomentando, dessa forma, a atividade econômica nacional. Nesse sentido, depreende-se que o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários tornou-se imprescindível às economias modernas, ao promover, não só incentivos que aumentam o fluxo de investimentos, mas também a inovação tecnológica<sup>186</sup>.

Segundo Robert Cooter<sup>187</sup>, o crescimento econômico requer a união entre informação e capital, uma vez que o desenvolvimento depende do progresso tecnológico. É certo que, sem a existência de um mercado de valores mobiliários, os custos de transação incorridos na alocação de recursos privados nas empresas aumentam. Uma das formas mais importantes para o crescimento econômico de uma nação, segundo o mesmo autor, seria a eficácia dos direitos contratuais. E por tal motivo, o mercado de capitais, na maioria dos países pobres, não pôde desenvolver-se por causa na ineficiência da lei societária e contratual, o que gera, como resultado, insuficiência na proteção dos investidores.

Para que alguém invista em algo que não controla, faz-se necessário um arranjo institucional (tanto das leis escritas como da lei na prática) que garanta aos investidores o mínimo de segurança sobre sua propriedade, e evite a não expropriação de seu investimento. De acordo com Berglof e Claessens<sup>188</sup>, somente uma combinação entre fortalecimento dos direitos dos investidores e um sistema judicial eficiente podem levar ao desenvolvimento do mercado de capitais.

No Brasil, a crise judiciária é evidente. Diversos estudos comprovam a excessiva morosidade da Justiça brasileira e a imprevisibilidade de suas decisões, o que resultam em empecilhos teóricos ao crescimento econômico.

---

<sup>186</sup> SARNO NETO, Andréa Di et al. p. 2.

<sup>187</sup> COOTER, Robert D. *Innovation, information and the poverty of nations*. Berkeley: 2005, p. 4. Apud SARNO NETO, Andréa Di, et al. Loc. Cit.

<sup>188</sup> BERGLOF, Erik; CLAESSENS, Stijn. *Corporate governance and enforcement*. 2004, p. 29. Apud SARNO NETO, Andréa Di, et al. *Ibid.*, p.4.

Outro indicativo da crise do Judiciário, ou seja, da dificuldade de sua atuação dentro de matérias relativas ao mercado de valores mobiliários, reside no fato de que a Bovespa exige que as empresas listadas no Novo Mercado resolvam seus conflitos por meio da arbitragem<sup>189</sup>. Acredita-se que assim o é, por não ser o Judiciário órgão especializado na matéria do mercado de valores mobiliário. Ademais, como vimos, na maioria das vezes se faz necessária a emissão de pareceres pela CVM como forma de nortear o Juiz. O magistrado não possui conhecimento técnico e especializado no assunto, o que faz muitas vezes suas sentenças não serem as mais adequadas ao caso concreto.

Com a criação dessa Câmara Arbitral, o Poder Judiciário não seria a única instância existente para a resolução de controvérsias nesse mercado, de modo que existam outros meios em que seria possível exigir o cumprimento das disposições normativas, sejam elas legais ou obrigacionais. Com o advento da Lei nº 9.308/1996, a arbitragem foi institucionalizada no Brasil e, assim, foi instituída a alternativa privada de resoluções de conflitos.

Infelizmente, segundo Lourival Santa'anna<sup>190</sup>, mesmo com revisão legal e do reconhecimento pelo Supremo Tribunal Federal (STF) do caráter definitivo das decisões arbitrais, na prática não é o que ocorre, sendo diversas e constantes anulações de sentenças arbitrais promovidas pelo Poder Judiciário. Em estudo realizado pelo Escritório Rodrigues do Amaral<sup>191</sup>, publicado no jornal *O Estado de São Paulo*, foi constatado que 42% (quarenta e dois por cento) das sentenças arbitrais contestadas foram anuladas.

Além disso, em razão da dinâmica do mercado, a falta de solução de conflitos de forma tempestiva faz com que os agentes ignorem tais conflitos, e continuem a operar. Como consequência, independente do teor da decisão judicial, em muitos casos ela se torna obsoleta e impraticável, uma vez que o status *quo ante* se torna inalcançável<sup>192</sup>.

---

<sup>189</sup> De acordo com a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), a adesão ao sistema arbitral desta Câmara é obrigatória para as Companhias que fazem parte no Novo Mercado, do Nível 2 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e do Bovespa Mais. Disponível em: <<http://www.camaradomercado.com.br/perguntas.asp>>. Acesso em: 17 set.2010.

<sup>190</sup> SANTA'ANNA, Lourival. Tribunais anulam 42% das arbitragens que examinam. *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 22 maio 2007. Disponível em <<http://txt.estado.com.br/editoriais/2007/05/20/pol1.93.11.20070520.12.1.xml>>. Acesso em: 17 set. 2010.

<sup>191</sup> Ibid.

<sup>192</sup> RIBEIRO, Ivan Cesar. CVM e judiciário: o efeito da incerteza jurídica nos investimentos em ações e a justiça especializada. *Revista Direito GV*. São Paulo, v. 3, n. 1, 2007, p. 50.

Não vamos aqui nos aprofundar na problemática da morosidade do poder judiciário e nas anulações das sentenças arbitrais, e sim, na falta de especialidade, de forma que defendemos, além do que já ocorre, como a obrigatoriedade de parecer da CVM, a possibilidade de aplicação dos princípios e regras norteadores do Direito Civil contratual.

Como vimos, existe uma igualdade na forma de defender o investidor pela legislação específica do mercado de valores mobiliários, juntamente com as resoluções e instruções da CVM, em relação aos princípios e regras que norteiam as relações contratuais em nosso ordenamento Civil. Dessa forma, entendemos que, havendo necessidade pelo investidor, quando da existência de conflitos nesse mercado, poderá buscar resposta no judiciário, mas não no sentido de só poder ter a seu favor a auto-regulação do mercado, mas sim, poder valer-se da legislação Civil. Neste caso, o magistrado poderá fundamentar, também, suas decisões com base em todas as regras existentes no Direito Civil e que não afrontam a legislação específica do mercado, o que, pelo contrário, se complementam.

O papel do Judiciário deve correr em paralelo ao conjunto específico de regras, uma vez que essas regras existem e são importantes para facilitar aos investidores a garantia na Justiça. O Poder Judiciário é importante para o desenvolvimento do mercado de capitais na exata medida em que atue garantindo e defendendo os investidores.

## CONSIDERAÇÕES

Nas últimas décadas, houve uma grande necessidade de intervenção estatal na economia, fazendo com que o Estado atuasse através de suas diversas entidades administrativas reguladoras. Nesta dissertação, analisamos a regulação de um mercado em expansão, que seria o mercado de valores mobiliários, e, em igualdade aos outros sistemas no nosso ordenamento, também necessita de regulação, feita através da Comissão de Valores Mobiliários e suas diversas resoluções e Instruções normativas.

Pela necessidade de evolução desse mercado, explicitamos suas regras e normas disciplinadoras necessárias para que o mercado seja eficiente e tenha credibilidade, de uma maneira tal que consiga atrair a poupança nacional e internacional para investirem na atividade produtiva das empresas brasileiras.

Pudemos concluir que a eficiência e a credibilidade desse mercado dependem, em grande escala, da capacidade da CVM de desempenhar, de forma satisfatória, seu papel de agente regulador, de uma maneira tal que os investidores se sintam protegidos e seguros, de forma a propiciar um largo aporte de investimentos no nosso mercado. Para uma boa regulação, implica a atuação de uma entidade reguladora especializada, independente e administrativamente estável. As normas que dão diretrizes a esse mercado possuem um regime de *disclosure* eficiente e uma fiscalização eficaz, sempre com o objetivo de proteção do investidor.

Os instrumentos normativos são os principais mecanismos de concretização da política de *disclosure*, mais especificamente, as Instruções que instituem o regime de companhia aberta e o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários colocam à disposição dos investidores as informações necessárias à sua decisão de investimento. Tais instrumentos permitem que a CVM fiscalize o cumprimento das normas do mercado de capitais, fazendo com que assuma a posição de “Xerife do mercado”<sup>193</sup>, possibilitando impor sanções administrativas,

---

<sup>193</sup> Jargão utilizado pelos participantes do mercado.

civis e até penais para a companhia e seus componentes que atuem de forma desonesta no mercado.

Todavia, pudemos perceber que a CVM, através de suas resoluções e instruções normativas, não são suficientes para proteção do investidor como um todo. Após analisarmos suas regras de auto-regulação, ainda verificamos a equidade com as normas constantes do Direito Civil brasileiro, especificamente no que diz respeito ao Direito Contratual.

Conseguimos provar, através de conceitos e a base de proteção das normas do mercado mobiliário, que estas seguem os mesmos padrões e visam a mesma proteção das partes numa relação contratual. Isso porque ficou constatado ser a relação existente no mercado de valores mobiliários uma relação jurídica contratual.

Dessa forma, não podemos falar que só existe uma auto-regulação, visto que pode o investidor se valer dos princípios e regras do Direito Civil, quando da ocorrência de algum conflito. No presente trabalho, não defendemos a utilização tão somente do Direito Civil, e sim, uma aplicação harmônica entre as normas, visto que elas se complementam e não são divergentes.

De uma forma complementar, o investidor pode se valer dos princípios e regras norteadoras das relações contratuais no direito civil, mesmo que sua relação, dentro do mercado de capitais tenha caráter internacional. Nesse contexto, defendemos que o Judiciário, além das informações e orientações prestadas pela CVM, pode fundamentar e dar proteção ao investidor com base, também, nos princípios e regras que norteiam as relações contratuais no direito civil brasileiro.

Importante para a evolução desse mercado de valores mobiliários no Brasil uma maior participação não só da CVM e suas regras, mas também do Judiciário brasileiro, que vem sendo omissos quanto as suas decisões, vez que só se baseiam, única e exclusivamente, nos pareceres da CVM, quando poderiam complementar e fundamentar suas sentenças em toda base normativa de proteção das relações contratuais do Direito Civil.

Os conflitos são inevitáveis, restando necessária uma maior atuação do Poder Judiciário, juntamente com a CVM, no combate a ilegalidades ocorridas no mercado de forma a proteger cada vez mais o investidor e lhe oferecer uma maior segurança jurídica.

## REFERÊNCIAS

AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito Econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. São Paulo: Atlas, 2006.

ALVAREZ, Alejandro Bugallo. A Comissão de Valores Mobiliários, instancia reguladora independente? *Revista Direito, Estado e Sociedade* nº 3, Rio de Janeiro, 1993.

ANDRIGHI, Fátima Nancy. (Ministra do Superior Tribunal de Justiça). *Aplicação do novo Código Civil: Direito Intertemporal*. Disponível em: <  
[http://bdjur.stj.gov.br/xmlui/bitstream/handle/2011/652/Aplica%C3%A7ao\\_Novo\\_Codigo.pdf?sequence=4](http://bdjur.stj.gov.br/xmlui/bitstream/handle/2011/652/Aplica%C3%A7ao_Novo_Codigo.pdf?sequence=4)>. Acesso em: 24 mar 2010.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Caracterização Jurídica da Dignidade da Pessoa Humana*. Revista dos Tribunais. Ano 91. Volume 797. Março de 2002. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

BECK, T.; LEVINE, R. *Industry growth and capital allocation: does having a market-or bank-based system matter?* Journal of Financial Economics, 2001b.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 21 jul. 2010.

\_\_\_\_\_. Lei n. 6.385/76, de 07/12/76. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <  
[http://www.dji.com.br/codigos/2002\\_lei\\_010406\\_cc/010406\\_2002\\_cc\\_0481\\_a\\_0504.htm](http://www.dji.com.br/codigos/2002_lei_010406_cc/010406_2002_cc_0481_a_0504.htm)>. Acesso em: 17 ago. 2010.

\_\_\_\_\_. Lei n. 6.404/76, de 15/12/76. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 17 ago. 2010.

\_\_\_\_\_. Lei n. 7.492/1986, de 16/06/86. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional e dá outras providências. Disponível em <  
<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L7492.htm>>. Acesso em: 17 ago. 2010.

\_\_\_\_\_. Lei n. 10.406, de 10/01/2002. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <  
<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6385.asp>>. Acesso em: 22 jan. 2008.

BUZAID, Alfredo. *Da Ação renovatória*. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 1981.

CAMPOS GOMES, Sidney. *Algumas restrições ao princípio da força obrigatória dos contratos no compromisso de compra e venda de imóvel*. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=566>>. Acesso em: 02 fev. 2010

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 2.ed, v.2. São Paulo: Saraiva, 2003.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de direito comercial*. 20.ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

CUSCIANO, Dalton Tria. A importância da auto-regulação para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliário brasileiro. *Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. Prêmio Bovespa – Direito GV 2008. São Paulo: Saraiva, 2009.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. São Paulo: Atlas, 2001.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris, 2006.

DUGUIT, Pierre M. N. Léon. *Fundamentos do direito*. São Paulo: Ícone, 1996.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

\_\_\_\_\_. O colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, out./dez. 2006.

FERNANDES, Aducto. *O Contrato no Direito Brasileiro*. vol. I, A. Coelho Branco Filho – editor, Rio de Janeiro, 1945.

FERREIRA, Aparecido Hernani (Coords.); LÔBO, Paulo Luiz Netto. *O novo código civil discutido por juristas brasileiros*. 1. ed. Campinas: Bookseller, 2003.

FIORI, José L. et al. (Orgs.). *Globalização: o fato e o mito*. Rio de Janeiro: EDUERJ, 1998.

FRANCO, Ana Carolina de Cássia. *A boa-fé objetiva e seus reflexos na relação de consumo*. Disponível em: <[http://www.procon.go.gov.br/artigodoutrinario/artigo\\_dout\\_99\\_1.htm](http://www.procon.go.gov.br/artigodoutrinario/artigo_dout_99_1.htm)>. Acesso em: 20 out. 2005.

HIRST, Paul; THOMPSON, Grahame. *Globalização em questão*. A economia internacional e as possibilidades de governabilidade. 3.ed. Petrópolis: Vozes, 2001.

HOBBSAWM, Eric. *Era dos impérios 1875 - 1914*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

HORA NETO, João. *O princípio da função social do contrato no Código Civil de 2002*. Jus Navigandi, Teresina, a. 10, n. 1028, 25 abr. 2006. Disponível em: Acesso em: 24 mar 2010.

GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. *Novo curso de direito civil. v. VI – Contratos, t. 1: Teoria Geral*. São Paulo: Saraiva, 2005.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 22.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

JORGE LOBO. *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Forense: Rio de Janeiro, 2002.

JUNG, Salete. Sociedade Anônima: Noção histórica. Breve visão sobre Ações e a Responsabilidade Civil. Disponível em <<http://www.soartigos.com/articles/211/1/SOCIEDADE-ANONIMA-Nocao-historica-Breve-visao-sobre-Acoes-e-a-Responsabilidade-Civil-/Invalid-Language-Variable1.html>>. Acesso em: 17ago. 2010.

NOBRE JUNIOR, Edilson Pereira. O Direito brasileiro e o princípio da dignidade da pessoa humana. *Revista do Instituto de Pesquisa e Estudos*. Divisão Jurídica. Dezembro de 2001 a março de 2002. Bauru/SP: Instituição Toledo de Ensino, 202.

LÔBO, Paulo Luiz Netto. *Princípios sociais dos contratos do CDC e no novo código civil*. Jus Navigandi, Teresina, a. 6, n. 55, mar. 2002. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=2796>>. Acesso em: 24 mar. 2010.

MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no código de defesa do consumidor*; 2a ed, RT, São Paulo, 1995.

MARQUESI, Roberto Wagner. *Os princípios do contrato na nova ordem civil*. Jus Navigandi, Teresina, ano 9, n. 513, 2 dez. 2004. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=5996>>. Acesso em: 02 fev. 2010.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil – Direito das obrigações*. 33.ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

NEGREIROS, Teresa. *Teoria do contrato: novos paradigmas*. 2.ed. Rio de Janeiro: Revovar, 2006.

NERY JR., Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. *Código civil comentado*. 3. ed. Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução a direito econômico*. 3.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 10.ed., vol. IV, Forense, Rio de Janeiro, 1997.

PERLINGIERI, Pietro. *Perfis do direito civil: introdução ao direito civil constitucional*. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais – Fundamentos e Técnicas*. São Paulo: Atlas, 2007.

REIS, João Paulo Veloso. *Mercado de capitais, a saída para o crescimento*. São Paulo: Lazuli, 2002 (Série Abamec).

RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos*. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

ROSENVALD, Nelson. *Dignidade humana e boa-fé no código civil*. São Paulo: Saraiva, 2005.

SARMENTO, Daniel. *Direitos fundamentais e relações privadas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *O Contrato futuro*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000.

SANTA'ANNA, Lourival. Tribunais anulam 42% das arbitragens que examinam. *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 22 maio 2007. Disponível em <<http://txt.estado.com.br/editoriais/2007/05/20/pol1.93.11.20070520.12.1.xml>>. Acesso em: 17 set. 2010.

SANO, Flora Pinotti. O modelo de supervisão baseada em risco e o papel da auto-regulação. *Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. Prêmio Bovespa – Direito GV 2008. São Paulo: Saraiva, 2009.

SARNO NETO, Andréa Di et al. *Poder judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2008.

SIDOU, J. M. Othon. *A Revisão judicial dos contratos e outras figuras jurídicas*. 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

SILVA, Francisco da Costa e. *As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.01:proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências*. Forense, Rio de Janeiro, 2002.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito administrativo regulatório*. 2.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

TARTUCE, Flávio. *A Função social dos contratos*. São Paulo: Método, 2005.

VENOSA, Sílvio de Salvo. *A boa-fé contratual no novo Código Civil*. Disponível em: <<http://www.societario.com.br/demarest/svboafe.html>>. acesso em: 20 out. 2005.

WALD, Arnold. *O Direito Civil no Século XXI*. São Paulo: Saraiva, 2003.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

## BIBLIOGRAFIA

ALENCAR, Maria Luiza P. *Paradigmas Inconclusos: os contratos entre autonomia privada, a regulação estatal e a globalização dos mercados*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007.

BENVILÁQUIA, Clovis. *Teoria Geral do Direito Civil*. 4.ed. São Paulo: Red Livros, 2004.

BONAVIDES, Paulo. *Curso de Direito Constitucional*. 13.ed. São Paulo: Malheiros, 2003.

CANOTILHO, J. J. Gomes. *Direito Constitucional*. 6.ed. Coimbra: Almedina, 1993.

DINIZ, Maria Helena. *Tratado teórico e prático dos contratos*. 6.ed. São Paulo: Saraiva. 2006.

FONSECA, João Bosco Leopoldino. *Direito econômico*. 5.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem econômica na constituição de 1988: interpretação e crítica*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 1997.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil: fontes das obrigações*. 4. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1964. v. 3.

LOUREIRO, Luiz Guilherme. *Contratos no novo código civil – Teoria geral e contratos em espécie*. 2. ed. São Paulo: Método. 2004.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. *Fundamentos de metodologia científica*. 6. ed. São Paulo: Atlas. 2005.

MEZZARROBA, Orides; MONTEIRO, Cláudia Servilha. *Manual de Metodologia da Pesquisa no Direito*. 4. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2004.

PETTER, Lafayete Josué. *Princípios constitucionais da ordem econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais.

PIAZZA, Marcelo C. *Bem vindo à bolsa de valores*. 6. ed. São Paulo: Editora Novo Conceito, 2007.

SAMPAIO, Rogério Marrone de C. *Direito civil – contratos*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004. (Coleção Fundamentos Jurídicos).

TAVARES, André Ramos. *Direito constitucional econômico*. 1.ed. São Paulo: Método, 2003.